



## Les déterminants de la communication volontaire des entreprises cibles d'OPA/OPE : le cas des synergies

Isabelle Martinez, Emmanuelle Negre

### ► To cite this version:

Isabelle Martinez, Emmanuelle Negre. Les déterminants de la communication volontaire des entreprises cibles d'OPA/OPE : le cas des synergies. Comptabilités, économie et société, May 2011, Montpellier, France. pp.cd-rom. hal-00650551

**HAL Id: hal-00650551**

**<https://hal.science/hal-00650551>**

Submitted on 10 Dec 2011

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# *Les déterminants de la communication volontaire des entreprises cibles d'OPA/OPE : le cas des synergies*

**Isabelle Martinez**

Professeur des Universités

Université de Toulouse Paul Sabatier

Laboratoire Gestion et Cognition

[isabelle.martinez@cict.fr](mailto:isabelle.martinez@cict.fr)

**Emmanuelle Negre**

Doctorante contractuelle

IAE – Université Toulouse 1 Capitole

Université de Toulouse Paul Sabatier

Laboratoire Gestion et Cognition

[emmanuelle.negre@iae-toulouse.fr](mailto:emmanuelle.negre@iae-toulouse.fr)

**Résumé :** Cette recherche vise à identifier les déterminants de la communication volontaire des entreprises cibles d'OPA/OPE. Nous prenons ici le cas de la communication sur les synergies attendues des opérations. L'étude empirique porte sur un échantillon de 98 offres publiques sur la période 1999-2010. Les résultats montrent que 35% des cibles communiquent volontairement sur les synergies. Le rôle déterminant du moyen de paiement en tant que caractéristique de l'offre est mis en exergue. En ce qui concerne les caractéristiques de la cible, son éloignement géographique avec l'initiatrice, sa taille, le non-cumul des fonctions de DG et de président du CA et la part de capital détenue par l'initiatrice sont des facteurs explicatifs de cette communication.

**Mots-clés :** déterminants, communication volontaire, cibles, offres publiques d'achat et d'échange, synergies.

**Abstract :** This study aims at identifying determinants of voluntary disclosure of information for the target companies in takeover bids. We take here the case of synergies expected from the deal. The empirical study is based on a sample of 98 takeover bids during the period 1999 to 2010. The results show that 35% of the target companies voluntarily disclose information about synergies. Among the characteristics of offer, the mean of payment play a determining role. In terms of target companies' characteristics, the geographical distance with initiator, the size, the non-overlapping mandates of CEO and Chairman of the Board and the target companies' ownership detained by initiator are explanatory factors of such disclosure.

**Keywords:** determinants, voluntary disclosure, target companies, takeover bids, synergies.

## Introduction

Si la communication volontaire d'informations constitue un thème récurrent dans la recherche en sciences de gestion et en comptabilité financière notamment, force est de constater que peu d'études portent sur cette communication lors des offres publiques d'achat et d'échange (OPA/OPE). Une offre publique est une opération par laquelle une société (initiatrice ou acquéreuse) annonce publiquement aux actionnaires d'une société cible qu'elle s'engage à acquérir leurs titres contre une somme en espèces (OPA) ou contre des titres (OPE) voire les deux (offre publique mixte). Il s'agit donc d'un événement particulier dans la vie d'une entreprise qui peut conduire à un comportement inhabituel de communication, comme le montre Chekkar (2007) dans le cas de l'offre publique hostile de BSN sur Saint-Gobain.

Jusqu'à présent en France, les recherches comptables et financières dans le domaine des offres publiques ou plus généralement des prises de contrôle, se sont notamment focalisées sur : la gestion de résultat (Thauvron, 2000 ; Djama et Boutant, 2006 ; Missonier-Piera et Ben-Amar, 2007<sup>1</sup> ; Boutant, 2008), l'impact sur la richesse des actionnaires (Husson, 1988 ; Charlety-Lepers et Sassenou, 1994 ; Phelizon, 2000), les caractéristiques des entreprises cibles ou initiatrices (Dumontier et al. 1989 ; Allani, 2005 ; Meghouar, 2010), le choix du mode de paiement (Bouquin, 2006) ou encore les déterminants de la prime ou du prix d'offre (Santoni, 1995 ; Bessière, 1997 ; Segretain 2005). Quant au rôle de la communication, deux études françaises portent sur ce thème. Albouy (2005) montre, notamment à travers l'étude de cas de l'offre publique hostile de Sanofi-Synthelabo sur Aventis, que les récits, en faisant appel à l'intuition, peuvent être à l'origine de décisions d'investissement. Plus récemment, Chekkar et Onnée (2010) étudient le rôle, en contexte de crise (cas des offres hostiles), de la communication financière dans la gestion de la relation avec les parties prenantes. Au niveau international, les travaux de Brennan (1999 ; 2000) portent sur la publication volontaire d'informations lors d'offres publiques. L'auteur s'intéresse dans le cadre du Royaume-Uni aux prévisions de résultats publiées d'une part par l'entreprise cible et d'autre part par l'entreprise acquéreuse.

Dans le cadre de cette recherche, nous nous focalisons sur le comportement de communication des entreprises faisant l'objet d'une OPA/OPE. Le choix des entreprises cibles se justifie à plusieurs niveaux. Tout d'abord, le taux de remplacement des dirigeants des cibles étant relativement élevé, notamment si l'offre est hostile ou/et si les performances de la cible sont faibles (Martin et McConnell, 1991), il est intéressant d'étudier quelles sont les implications d'une telle situation sur le comportement du dirigeant en matière de communication. Ensuite, et quelle que soit la situation du dirigeant, on peut supposer que la communication volontaire de la part de la cible a pour objectif, outre la volonté d'informer les actionnaires, d'influer sur les termes de l'offre (notamment sur le niveau de la prime proposée par l'acquéreuse) voire sur la réussite de l'opération. Enfin, si l'on considère qu'en période de changement et/ou de crise, les individus font d'abord confiance aux managers dits de proximité (Gancel et Sainte-Basile, 2000), il paraît plus pertinent de se focaliser sur la cible ; celle-ci étant susceptible d'avoir, par le biais de sa communication, un impact plus fort que l'initiatrice sur la décision de ses actionnaires.

En outre, nous avons mis en exergue des différences de communication entre les entreprises cibles grâce à une lecture de leurs communiqués, articles de presse et comptes-rendus de

---

<sup>1</sup> Plus exactement, cette étude a été réalisée dans le contexte suisse.

conférences téléphoniques. Si certains dirigeants communiquent volontairement des informations à chaque étape de l'offre publique, d'autres s'en tiennent aux strictes obligations. Ce constat nous conduit donc à nous interroger sur les facteurs incitatifs de la communication volontaire dans un tel contexte. L'objectif de cette recherche est ainsi d'identifier les facteurs jouant un rôle dans la décision de la cible de communiquer volontairement des informations. Quels sont les déterminants de la communication volontaire d'informations dans le cas des entreprises cibles d'OPA/OPE ?

Pour répondre à cette interrogation, nous avons retenu comme communication volontaire la communication faite par les cibles au sujet des synergies estimées de l'opération de rapprochement. Un échantillon de 98 offres publiques réalisées en France sur la période 1999-2010 a été sélectionné. Les résultats obtenus révèlent que le moyen de paiement, la part de capital détenue par l'initiatrice, le cumul des fonctions de DG et de président du CA, la taille de la cible et l'éloignement géographique des entreprises impliquées dans l'opération influent sur la décision de la cible de communiquer volontairement sur les synergies attendues.

L'article est organisé de la manière suivante. La première section est consacrée à une revue de la littérature sur les déterminants de la communication volontaire en contextes spécifiques. La deuxième section définit les hypothèses et le modèle explicatif. Enfin, la troisième section consiste en une présentation et discussion des résultats empiriques.

## **1. Revue de la littérature sur les déterminants de la communication volontaire d'informations en contextes spécifiques**

La littérature concernant la communication volontaire d'informations dans le cadre d'OPA/OPE est relativement pauvre. Aussi, nous élargissons la revue de littérature à d'autres contextes spécifiques dont les introductions en bourse (1.1) et les fusions-acquisitions au sens large (1.2). Ces différents types d'opération présentent en effet certaines similitudes. Il s'agit d'événements majeurs dans la vie d'une entreprise qui sont généralement associés à une forte asymétrie informationnelle et qui sont susceptibles d'entraîner un effort de communication supplémentaire.

### **1.1 Le cas des introductions en bourse**

L'introduction en bourse (IPO) est un tournant majeur dans la vie d'une société. Certaines candidates à l'introduction étant peu connues du public, le prospectus en tant que document légal doit contenir toutes les informations nécessaires aux investisseurs pour fonder leur jugement. Cependant, ces derniers sont souvent insatisfaits des informations légales publiées en raison de leur caractère trop narratif (Bejar, 2006 ; Boubaker et Labégorre, 2006). Pour remédier à ces critiques, les entreprises qui s'introduisent en bourse publient dans le document légal des informations supplémentaires à caractère non obligatoire. Celles-ci peuvent être en lien avec les prévisions de résultats et le capital immatériel.

### 1.1.1 Les déterminants de la publication volontaire de prévisions de résultats

Les informations prospectives, et notamment les prévisions de résultat, portent sur des périodes futures et possèdent ainsi un caractère aléatoire et incertain. Malgré tout, elles contribuent fortement aux décisions d'achat des investisseurs potentiels et permettent une diminution de l'asymétrie informationnelle (Mai et Tchemeni, 1997 ; McConomy et Jog, 2003). Selon Firth (1998), cela s'explique par le fait que ces prévisions tiennent compte des modifications de l'environnement et des choix stratégiques de l'entreprise. La publication de ces prévisions, étant vue comme un « *contrat implicite entre l'entreprise et ses différents partenaires économiques* » (Cormier et Magnan, 1995 : 45), elle incite les dirigeants à une manipulation du résultat comptable l'année qui suit l'IPO (Cormier et Martinez, 2006).

La publication de prévisions dans le prospectus d'introduction est obligatoire pour certains pays alors qu'elle est volontaire pour d'autres. Aux Etats-Unis, elle est même fortement déconseillée en raison des risques légaux engendrés en cas de non atteinte des prévisions fixées (Clarkson et al. 1992). En France, il convient de distinguer deux cas : avant et après février 2005, date de la réforme du marché financier européen. Ainsi, avant février 2005, il n'existait pour les entreprises cotées sur le second marché aucune obligation en matière de publication de prévisions. Si jusqu'en 1996, la publication de telles informations restait plutôt exceptionnelle, il apparaît qu'à partir de 1996 les entreprises cotées sur le second marché publient fréquemment des prévisions de résultats (Schatt et Roy, 2002). En revanche, l'inclusion des prévisions de résultats dans le prospectus d'introduction était obligatoire pour les jeunes entreprises du nouveau marché disposant de fortes opportunités de croissance. Mais, comme le soulignent Cazavan-Jeny et Jeanjean (2007), si l'AMF a prévu une obligation d'information sur le nouveau marché, la forme et le niveau de détail de cette information ne sont pas précisés de sorte qu'elle peut être qualifiée de volontaire.

Depuis la réforme du marché financier, les informations prévisionnelles ne font pas partie, selon le règlement européen 809/2004<sup>2</sup>, des informations strictement obligatoires devant être communiquées au public (KPMG, 2007)<sup>3</sup>. Elles sont en revanche fortement encouragées et on constate en pratique que la plupart des entreprises incorpore des prévisions de résultats dans leurs prospectus d'introduction. Ainsi, les études portent plus volontiers sur les déterminants de la précision des prévisions de résultats incorporées volontairement dans le prospectus d'introduction que sur les déterminants du choix de leur publication : au Royaume-Uni (Ferris et Hayes, 1977 ; Keasey et McGuinness, 1991), au Canada (Pedwell et al. 1994 ; Clarkson, 2000), à Hong Kong (Chan et al. 1996 ; Jaggi, 1997 ; Chen et al. 2001), en Chine (Chen et Firth, 1999), en Australie (Hartnett et Römcke, 2000), en France (Schatt et Roy, 2002 ; Boubaker et Labégorre, 2006 ; Cazavan-Jeny et Jeanjean, 2007), et enfin en Grèce (Gounopoulos, 2003).

Les études sur les déterminants de la publication volontaire des prévisions de résultats sont résumées dans le tableau 1. Bilson et al. (2003) s'intéressent au cas australien et retiennent un échantillon de 154 entreprises introduites en bourse entre janvier 1991 et décembre 1997. Ils montrent que la probabilité de publication des prévisions de résultats dans le prospectus

---

<sup>2</sup> Il s'agit de l'application de la Directive Prospectus.

<sup>3</sup> A noter que si des prévisions de résultats sont communiquées par ailleurs, leur inclusion dans le prospectus devient obligatoire, cela en vertu du principe d'égalité d'information des investisseurs.

d'introduction est une fonction croissante de l'âge de l'entreprise. En revanche, plus forte est la variabilité historique des résultats, moins les entreprises ont tendance à publier de telles prévisions. Ceci s'explique par la crainte d'être pénalisées en cas de non atteinte des prévisions déclarées.

Quant à Clarkson et al. (1992), ils révèlent que les dirigeants qui choisissent d'effectuer des prévisions de résultats ont de l'information positive à communiquer sur leurs perspectives contrairement à ceux qui ne le font pas. Leur étude porte sur un échantillon de 121 entreprises canadiennes introduites en bourse entre janvier 1984 et novembre 1987. L'idée est ici que ces prévisions de résultats favorables permettent aux « bonnes » entreprises de se distinguer des « mauvaises ». Il s'agit donc d'un signal destiné au marché financier sur la qualité de la gestion. Dans le contexte français, Cazavan-Jeny et Jeanjean (2007) montrent que l'âge de l'entreprise et l'horizon de la prévision ont un impact positif sur le niveau d'informations prévisionnelles contenues dans les prospectus d'introduction. Cela s'explique par une meilleure maîtrise du marché par les entreprises plus âgées, mais également par un besoin de justification supplémentaire lorsque les prévisions portent sur du long terme. Leur échantillon est composé de 82 introductions en bourse effectuées entre janvier 2000 et décembre 2002 sur le nouveau et le second marché d'Euronext Paris.

Outre la publication volontaire de prévisions de résultats, les entreprises candidates à l'introduction en bourse peuvent décider de publier dans le prospectus des informations sur le capital immatériel.

#### *1.1.2 Les déterminants de la publication volontaire sur le capital immatériel*

Trois études principales, de Bukh et al. (2005) ; Bejar (2006) et Singh et Van der Zahn (2008), traitent des déterminants du niveau général d'informations volontaires sur le capital immatériel dans le prospectus d'introduction. La première étude porte sur 68 entreprises introduites en bourse sur le Copenhague Stock Exchange (Danemark) entre 1990 et 2001. Concernant la deuxième étude, l'échantillon est composé de 107 entreprises introduites sur les nouveau et second marchés français entre 1997 et 2004. Enfin, la troisième s'intéresse à 444 entreprises introduites sur le marché de Singapour entre 1999 et 2006.

Lors d'une IPO, l'asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les actionnaires potentiels est forte, notamment en ce qui concerne le capital immatériel<sup>4</sup>. Cela est d'autant plus vrai dans les entreprises technologiques caractérisées par « *une quasi-absence d'actifs fixes, une forte dépendance de la valeur à l'égard d'équipes innovantes et un caractère singulier de l'organisation du travail* » (Bejar, 2006 : 125). Tout ceci justifie non seulement une publication volontaire d'informations dans ce contexte, mais également une publication accrue d'informations sur le capital immatériel dans les entreprises technologiques. Bukh et al. (2005) confirment ainsi que lorsque l'entreprise appartient au secteur de la haute technologie, le niveau de publication sur le capital immatériel dans le prospectus d'introduction est plus important que celui d'entreprises situées dans des secteurs moins innovants. Ils trouvent également que plus la proportion d'actions détenue par le dirigeant avant l'IPO est importante, plus élevé est le niveau de publication sur le capital immatériel.

---

<sup>4</sup> Selon Bejar (2006), le capital immatériel se compose de six éléments : la direction et l'encadrement de l'entreprise, les ressources humaines, l'innovation, l'organisation, la maîtrise de l'activité et de l'environnement, et enfin le capital client.

Cette relation est justifiée par le fait que lors d'une IPO, le dirigeant est d'autant plus incité à publier volontairement de l'information qu'il est engagé dans le capital et qu'il pourra de ce fait tirer bénéfices de l'entrée en bourse de son entreprise. En revanche, la taille et l'âge de l'entreprise n'apparaissent pas comme des déterminants significatifs du niveau de publication volontaire sur le capital immatériel.

Bejar (2006) confirme les résultats de Bukh et al. (2005) en établissant un lien négatif entre la cession d'actions par le dirigeant au moment de l'IPO et le niveau de l'effort informationnel sur le capital immatériel<sup>5</sup>. La vérification des comptes par un auditeur réputé ainsi que le taux d'endettement sont négativement corrélés avec le niveau de l'effort informationnel fourni par le dirigeant. L'auteur justifie le sens de la relation par le fait que les variables « réputation de l'auditeur » et « dette » signalent la qualité de l'entreprise et se substituent aux informations qui pourraient être publiées par le dirigeant. Par ailleurs, l'âge de la firme ainsi que la réputation de la banque introductrice ont un impact positif sur le niveau d'effort informationnel.

Singh et Van der Zahn (2008) obtiennent une relation positive entre le pourcentage d'actions conservé par les propriétaires d'origine au moment de l'IPO et la publication sur le capital immatériel dans le prospectus. Cela témoigne d'une complémentarité entre qualité de la firme et transparence. Plus précisément, la publication d'informations viendrait renforcer la confiance des investisseurs en confortant le signal de qualité émanant de la rétention d'actions par les propriétaires d'origine. Cependant, malgré une forte rétention d'actions post-IPO, l'étendue de la publication sur le capital immatériel peut être modérée par des coûts de propriété importants. En effet, lorsque les secteurs sont très concentrés, les candidates à l'introduction sont réticentes à divulguer de telles informations par peur de perdre leurs avantages compétitifs. Enfin, en tant que variables de contrôle, la réputation de la banque introductrice, l'endettement et l'âge de la firme influencent positivement une telle publication. Pour l'endettement, le sens de la relation n'est pas conforme à Bejar (2006). Il est ici justifié par l'hypothèse de complémentarité des signaux véhiculés par la dette et le capital immatériel.

Après avoir synthétisé les travaux empiriques sur les déterminants des publications volontaires lors des IPO, intéressons-nous maintenant au contexte général des fusions-acquisitions.

## **1.2 Le cas des fusions-acquisitions**

A notre connaissance, seules cinq études portent sur les déterminants de la communication volontaire d'informations dans le cadre des fusions-acquisitions<sup>6</sup>. Les informations étudiées sont les estimations ou prévisions de résultats, les synergies et les informations divulguées lors des conférences téléphoniques.

---

<sup>5</sup> Il s'agit de la publication volontaire du dirigeant sur son capital immatériel. L'effort informationnel dépend non pas de la quantité d'information mais de leur utilité, ce qui a nécessité au préalable une enquête de terrain auprès des acteurs du marché financier.

<sup>6</sup> Brennan (1999 ; 2000) se focalise sur les OPA/OPE au sens strict.

### *1.2.1 Les déterminants de la publication volontaire d'estimations ou de prévisions de résultats*

Concernant les fusions, Wandler (2007) consacre une partie de sa thèse à l'étude des déterminants de la publication volontaire d'estimations de résultats dans le document de fusion (« *proxy-prospectus* »). Ce document est commun aux deux sociétés engagées dans l'opération, initiatrice et cible. Wandler (2007) retient un échantillon composé de 28 fusions ayant eu lieu entre 2002 et 2003 qui concernent des entreprises cotées américaines. L'auteur distingue trois types d'informations : états financiers pro forma, estimations de résultats et prévisions de résultats. Le premier type regroupe des éléments devant être obligatoirement publiés dans le prospectus. Il s'agit d'informations financières portant sur le début de l'année concernée par la fusion jusqu'à la date de dépôt du document d'information. L'estimation de résultats fait en revanche partie des éléments volontairement présentés. Il s'agit dans ce cas d'estimer le résultat du nouveau groupe constitué pour la fin de l'année en cours (année de la fusion). Quant aux prévisions de résultats, elles concernent l'année post-fusion. C'est donc une différence de temporalité qui permet de distinguer l'ensemble de ces informations.

Au niveau des résultats, il ressort de l'étude de Wandler (2007) que la solidité financière de la cible est un déterminant majeur de la publication d'estimations de résultats. Cette solidité financière est mesurée à l'aide du modèle de prédiction des faillites d'Altman (1968). Il s'agit d'un score égal à la moyenne pondérée de plusieurs ratios comptables. Ainsi un score élevé, témoignant d'une forte solidité financière, est un facteur incitatif à la publication d'estimations de résultats. Par ailleurs, une relation positive est également constatée entre la taille de la cible et la décision de publier volontairement des estimations de résultats. Enfin, la réputation de la banque souscripteuse influence négativement la probabilité d'une telle publication. D'après l'auteur, le but de la publication est davantage la réduction de l'asymétrie informationnelle actionnaires/dirigeants que la volonté d'influencer les décisions des actionnaires.

L'étude de Wandler (2007) concerne les opérations de fusion. Pour le cas particulier des OPA/OPE, on compte deux études réalisées dans le contexte institutionnel du Royaume-Uni sur les prévisions de résultats : l'une sur l'entreprise cible (Brennan, 1999), l'autre sur l'entreprise acquéreuse (Brennan, 2000). Elles portent sur le même échantillon composé de 477 offres publiques amicales et 224 offres inamicales ayant eu lieu entre 1988 et 1992 sur le London Stock Exchange.

Concernant l'étude de Brennan (1999), le seul déterminant ressortant comme significatif dans le cas des opérations amicales, est l'horizon temporel de l'offre (nombre de jours entre le dépôt de l'offre et la fin de la période de prévisions de la cible). Plus cet horizon diminue, plus la probabilité de publier volontairement des prévisions de résultats augmente. Cette relation négative est justifiée par le fait qu'un horizon temporel réduit entraîne un risque d'erreur plus faible dans les prévisions, ce qui favorise leur publication. A l'inverse, une erreur importante de prévision n'est pas dans l'intérêt du dirigeant car elle risque d'avoir une incidence négative sur sa réputation. On comprend alors l'intérêt de limiter ce risque d'erreur et ainsi favoriser la publication de prévisions de résultats lorsque l'horizon temporel est réduit.

Pour les opérations inamicales, il apparaît qu'une structure concentrée du capital favorise la publication volontaire de prévisions de résultats. Ce résultat est surprenant au regard de la théorie de l'agence selon laquelle une structure dispersée du capital est source de conflits



entre actionnaires et dirigeants et donc entraîne un besoin supplémentaire d'informations pour les propriétaires. Lorsque cette variable est exclue, la taille et le secteur d'activité ressortent comme significatifs. Autrement dit, plus la cible de l'offre publique est de taille importante, plus elle a tendance à effectuer ce type de publication. Il en est de même lorsqu'elle appartient au secteur des biens d'équipement. Enfin, la propension à diffuser des prévisions de résultats augmente lorsqu'elles sont favorables à la cible. Celle-ci cherche dans ce cas à communiquer sur ses propres performances en dénigrant celles de l'acquéreuse.

Dans sa seconde étude, Brennan (2000) se concentre sur les déterminants de la publication volontaire de prévisions de résultats par l'entreprise acquéreuse. La probabilité d'une telle publication augmente lorsque l'horizon temporel diminue, synonyme d'un risque d'erreur moindre dans les prévisions. En cas d'offre inamicale, les dirigeants de l'acquéreuse sont incités à publier volontairement des prévisions de résultats. Il s'agit pour eux de prouver que leur gestion est bonne, de justifier l'opération et de dénigrer les résultats de la cible. En excluant la variable concernant la structure du capital (modèle réduit), Brennan (2000) trouve que le secteur d'activité mais également le moyen de paiement sont significatifs. Ainsi, les entreprises appartenant à l'industrie des biens durables et proposant un paiement en actions sont incitées à publier des prévisions de résultats. Concernant le paiement en actions, il semblerait que la publication volontaire de prévisions de résultats ajoute de la crédibilité quant à la valeur des actions qui vont être émises. Enfin, l'auteur suggère qu'une publication de prévision est d'autant plus probable qu'elle révèle une bonne nouvelle ou une relative mauvaise nouvelle.

Pour résumer, les résultats des deux études de Brennan (1999 ; 2000) sont assez proches. L'horizon temporel de l'offre, le secteur d'activité et l'influence d'une bonne nouvelle apparaissent comme étant des déterminants de la communication aussi bien de la part de la cible que de l'acquéreuse.

### *1.2.2 Les déterminants de la communication volontaire d'informations sur les synergies*

L'étude réalisée par Dutordoir et al. (2010) concerne les informations divulguées volontairement par le dirigeant de la société acquéreuse au sujet des synergies attendues de l'opération. L'échantillon est composé de 2794 annonces de fusions-acquisitions (dont 2396 effectives) qui ont eu lieu entre décembre 1995 et janvier 2008 par des sociétés cotées aux Etats-Unis. Les synergies attendues ont été le plus souvent divulguées par voie de communiqués de presse et lors de conférences téléphoniques. Les auteurs supposent que la décision de communiquer volontairement des informations sur les synergies attendues est liée aux caractéristiques de l'accord entre les deux firmes. Plus l'accord est complexe et difficile à apprécier par les actionnaires, plus la communication sur les synergies est nécessaire.

Pour mesurer le degré de complexité de la transaction, différents proxys sont utilisés. La taille du groupe constitué à l'issue du rapprochement reflète la complexité de l'opération dans la mesure où plus grandes sont les entreprises, plus l'anticipation des synergies est difficile. Cette variable ressort comme un déterminant majeur de la communication volontaire sur les synergies. Ensuite, la méthode de paiement a également un impact significatif. Lorsque le paiement s'effectue en cash, les synergies paraissent plus « facilement » identifiables et mesurables. En revanche, le paiement en actions, plutôt choisi en cas de surévaluation de la société acquéreuse (Travlos, 1987), ne facilite pas l'estimation des synergies par les

actionnaires. Ainsi, plus la part du paiement en actions est forte, plus la probabilité d'une communication volontaire sur les synergies est importante. Dans la même lignée, la présence de clauses de sortie et la durée de réalisation de l'opération, signes de complexité, influencent positivement une telle communication.

A l'inverse, les sociétés acquéreuses communiquent moins sur les synergies quand elles ont des opportunités de croissance (représentées par le market-to-book ratio<sup>7</sup>), des avantages compétitifs importants ou que le secteur de la cible est dynamique. Ainsi, il y a prise en compte des coûts de propriété, c'est-à-dire de la valeur que peut avoir pour les concurrents, l'information communiquée. La performance de l'acquéreuse avant l'opération influence négativement la décision de communiquer sur les synergies attendues. Une performance pré-opération faible incite les dirigeants de la société acquéreuse à communiquer. Cela s'explique par la volonté de rassurer les actionnaires quant à l'impact de l'opération. Il apparaît d'ailleurs que la communication sur les synergies serait plutôt le fait d'entreprises sous-évaluées par rapport aux entreprises du ou des secteur(s) auxquelles elles appartiennent. Enfin, dans une moindre mesure, la proportion d'actions détenue par le dirigeant de l'acquéreuse a un impact négatif sur la probabilité de communication. Lorsque le dirigeant détient une part importante du capital, les conflits avec les autres actionnaires sont moindres et le dirigeant a moins besoin de rendre compte de sa gestion.

Ainsi, Dutordoir et al. (2010) concluent par un impact majeur de la complexité de l'accord et des coûts de propriété sur la décision du dirigeant de la société acquéreuse de communiquer sur les synergies escomptées.

### *1.2.3 Les déterminants de communication volontaire d'informations lors de conférences téléphoniques<sup>8</sup>*

L'entreprise initiatrice peut décider, au moment de l'annonce de l'acquisition, de tenir une conférence téléphonique sur l'opération qu'elle réalise. Quels sont les déterminants d'un tel choix ? A l'aide d'un échantillon de 1228 fusions-acquisitions ayant eu lieu aux Etats-Unis sur la période 2002-2006, Kimbrough et Louis (2011) montrent tout d'abord que la décision est positivement liée à la taille de l'opération ainsi qu'au paiement en actions. Les transactions financées par actions, étant généralement le fait d'acquéreuses surévaluées, engendrent un besoin supplémentaire d'influencer favorablement les investisseurs. Ce besoin est ici satisfait par le biais des conférences téléphoniques. Concernant la taille de la transaction, la notion de complexité est là encore utilisée pour justifier ce résultat. Ensuite, les auteurs constatent un impact positif de la taille de l'acquéreuse, de son appartenance au secteur de la haute technologie, du nombre d'analystes suivant le titre ainsi que de la présence d'investisseurs institutionnels. Enfin, est mise en exergue une relation inverse entre le market-to-book ratio et la décision de l'acquéreuse de tenir une conférence téléphonique. Il s'agit là de facteurs qui se sont avérés significatifs lors des études portant sur l'utilisation de conférences téléphoniques hors contextes spécifiques et dont les auteurs vérifient l'influence dans le cas des opérations de rapprochement.

---

<sup>7</sup> Le market-to-book ratio correspond à la valeur boursière de l'entreprise sur sa valeur comptable.

<sup>8</sup> Les informations divulguées lors de ces conférences téléphoniques sont diverses et peuvent concerner les synergies attendues à l'issue du rapprochement.

Pour résumer, la revue de la littérature a porté sur les déterminants de la communication volontaire d'informations en contextes spécifiques. Plus précisément, les cas des introductions en bourse et des fusions-acquisitions ont été étudiés (voir tableau 1). Parmi les déterminants de la communication volontaire, il apparaît que certains ne sont pas spécifiques (la taille, le secteur d'activité de l'entreprise ou encore la proportion d'actions détenue par le dirigeant) alors que d'autres sont liés aux opérations (les modalités de paiement, la taille de la transaction et son horizon temporel).

## 2. La formulation des hypothèses et le modèle explicatif

La présente recherche concerne la communication volontaire des entreprises cibles d'OPA/OPE. Nous avons choisi de nous focaliser sur les synergies divulguées dans les communiqués, articles de presse et comptes-rendus de conférences téléphoniques<sup>9</sup>. Il est en effet intéressant d'étudier la communication les concernant car elles sont le motif le plus souvent évoqué par les cibles pour justifier de la position à adopter face à l'acquéreuse (Husson, 1988 ; Chaterly-Lepers et Sassenou, 1994). Ces synergies sont généralement de trois ordres : industrielles et commerciales, financières et managériales. Sur un plan industriel et commercial, les synergies concernent le plus souvent des complémentarités entre les deux entités qui se rapprochent en termes géographiques, métiers et/ou produits et sont à l'origine d'économies d'échelle (Husson, 1987). Concernant les synergies financières, elles touchent à la réduction du risque économique (diversification des activités) et à l'optimisation de la capacité d'endettement. Enfin, les synergies managériales sont centrées sur la capacité d'innovation et l'expertise des dirigeants de l'initiatrice. La communication peut être de nature quantitative (synergies quantifiées) ou de nature qualitative et descriptive. Lors des opérations inamicales, le manque de synergies est souvent à l'origine d'un avis négatif de la cible. En témoigne le Directeur Général (DG) d'Arcelor, Guy Dollé, s'exprimant sur les synergies d'un milliard d'euros avancées par Mittal Steel pour justifier l'acquisition d'Arcelor : « *Je ne vois pas où il les trouve. Le seul élément connu du plan de Mittal Steel aujourd'hui, c'est de vendre Dofasco à ThyssenKrupp. Ce qui représenterait une valeur synergétique négative pour les actionnaires* »<sup>10</sup>. A l'inverse, de fortes synergies anticipées sont fréquemment évoquées pour illustrer un avis positif. Par exemple, Dominique Bouvier, DG d'Entrepose Contracting, déclarait à propos du rapprochement avec Vinci : « *Les synergies métier sont fortes : Vinci nous apporte ses compétences en génie civil. Face à des projets de taille de plus en plus importante et des installations de plus en plus complexes, un adossement était nécessaire, le choix de Vinci était le meilleur pour nous* »<sup>11</sup>.

Quels sont les déterminants de la communication volontaire des entreprises cibles au sujet des synergies ? C'est à cette question que nous tentons de répondre. Pour ce faire, les hypothèses sont tout d'abord exposées (2.1) puis le modèle explicatif est décrit (2.2).

---

<sup>9</sup> Segretain (2006) constate une absence d'informations sur les synergies dans la note d'information. Il définit ces synergies comme des économies ou recettes supplémentaires permises par la mise en commun des moyens conjugués des deux firmes.

<sup>10</sup> Le Monde du 11 février 2006.

<sup>11</sup> AGEFI quotidien du 4 septembre 2007.

**Tableau 1 : Synthèse des études portant sur les déterminants de la communication volontaire en contextes spécifiques**

Objet de la recherche	Auteurs	Caractéristiques de l'échantillon	Impact significatif sur la communication volontaire d'information
<b>Introductions en bourse</b>			
Prévisions de résultats	Bilson, Heaney, Powell, Shi (2003)	154 introductions en bourse de 1991 à 1997, Australie	Age (+), variabilité historique résultats (-)
Prévisions de résultats	Clarkson, Dontoh, Richardson, Sefcik (1992)	121 introductions en bourse de 1984 à 1987, Canada	Bonne nouvelle (+)
Niveau d'information prévisionnelle	Cazavan-Jeny, Jeanjean (2007)	82 introductions en bourse de 2000 à 2002 sur le nouveau et second marché, France	Age (+), Horizon prévision (+)
Niveau d'information sur le capital immatériel	Bukh, Nielsen, Gormsen, Mouritsen (2005)	68 introductions en bourse de 1990 à 2002, Danemark	Proportion d'actions détenues par dirigeant (+), secteur haute technologie (+)
Niveau de l'effort informationnel sur le capital immatériel	Bejar (2006)	107 introductions en bourse sur le Nouveau et le Second marché de 1997 à 2004, France	Cession d'actions par le dirigeant (-), réputation auditeur (-), niveau endettement (-), âge (+), réputation banque introductrice (+)
Niveau d'information sur le capital immatériel	Sing, Van der Zahn (2008)	444 introductions en bourse de 1997 à 2006, Singapour	Rétention d'actions par les propriétaires d'origine (+), coûts de propriété (-), réputation banque introductrice (+), endettement (+), âge (+), taille de l'offre (-)
<b>Fusions-acquisitions</b>			
Estimations de résultats	Wandler (2007)	28 fusions de 2002 à 2003, Etats-Unis	Solidité financière de l'acquéreuse (+), taille de la cible (+), réputation banque souscriptrice (-)
Prévisions de résultats	Brennan (1999)	701 cibles d'une offre publique entre 1988 et 1992, Royaume-Uni	<ul style="list-style-type: none"> <li>Offres amicales : horizon temporel (-)</li> <li>Offres hostiles : structure concentrée (+)</li> </ul> Taille (+) et secteur biens d'équipement (+) pour le modèle réduit
Prévisions de résultats	Brennan (2000)	701 entreprises acquéreuses entre 1988 et 1992, Royaume-Uni	<ul style="list-style-type: none"> <li>Offre hostile (+), Horizon temporel (-)</li> <li>OPE (+), secteur biens durables (+) pour le modèle réduit</li> </ul>
Informations sur les synergies	Dutordoir, Roosenboom, Vasconcelos (2010)	2794 fusions-acquisitions de 1995 à 2008, Etats-Unis	<ul style="list-style-type: none"> <li>Complexité de l'opération : Taille transaction (+), paiement en actions (+), clauses de sortie (+), durée de réalisation (+)</li> <li>Coûts de propriété : market to book ratio (-), avantages compétitifs de l'acquéreuse (-), dynamisme de la cible (-)</li> <li>Autres : performance de l'acquéreuse (-), proportions d'actions détenues par le dirigeant de l'acquéreuse (-)</li> </ul>
Conférences téléphoniques	Kimbrough, Louis (2011)	1228 fusions de 2002 à 2006, Etats-Unis	Taille acquéreuse (+), secteur haute technologie (+), nombre d'analystes suivant le titre (+), présence d'investisseurs institutionnels (+), taille de la transaction (+), paiement en actions (+), market-to-book ratio (-)

## 2.1 Les hypothèses

Deux séries d'hypothèses sont formulées au sujet des déterminants de la communication volontaire (synergies) des cibles. Les unes portent sur les caractéristiques de l'offre publique, les autres concernent les variables propres à l'entreprise cible.

### 2.1.1 Les hypothèses relatives aux caractéristiques de l'offre

Les caractéristiques de l'offre sont : le type amical ou hostile de l'opération, le mode de paiement et le montant de la prime.

- *Le type d'offre publique*

A l'instar de Brennan (1999), nous supposons une influence du type d'offre (amical ou inamical<sup>12</sup>) sur la communication volontaire de la cible. Selon Morck et al. (1989), les offres publiques hostiles sont le plus souvent disciplinaires alors que les amicales sont plutôt à but synergique. Dans le premier cas, le taux de remplacement du dirigeant est particulièrement élevé, surtout en cas de faibles performances (Martin et McConnell, 1991). L'offre publique hostile est donc caractérisée par des attaques sur la performance du dirigeant de la cible. Brennan (1999) montre ainsi que la publication volontaire de prévisions de résultats a tendance à avoir lieu lorsque l'offre est controversée et non consensuelle. Cette publication constituerait pour les dirigeants de la cible un moyen de répondre aux attaques et/ou d'insister sur le caractère exceptionnel des faibles performances constatées.

Concernant la communication volontaire d'informations sur les synergies, nous supposons que celle-ci aura plus souvent lieu en cas d'offres publiques inamicales. En effet, les offres amicales étant majoritairement à but synergique (Morck et al. 1989), il est probable que les synergies anticipées soient connues car au cœur même de l'opération. En revanche, lorsque l'offre est inamicale, nous supposons que le dirigeant de la cible est incité à remettre en cause les synergies avancées pour justifier son opposition à l'opération. Ainsi, l'hypothèse 1 est formulée :

*H<sub>1</sub> : Le type inamical de l'offre influence positivement la décision de la cible de communiquer des informations sur les synergies.*

- *Le moyen de paiement*

Pour Dutordoir et al. (2010), la publication volontaire d'informations sur les synergies est liée à la complexité de l'offre. Le paiement en actions, rendant l'évaluation des synergies difficile par les actionnaires, est source de complexité et incite de ce fait à publier des informations supplémentaires. Ainsi, la probabilité de communiquer des informations sur les synergies devrait être plus forte lorsque l'offre est réalisée par échange de titres. Ceci est d'autant plus vrai que les actionnaires de la cible bénéficieront pleinement des synergies futures une fois l'opération réalisée, d'où l'intérêt de communiquer volontairement de l'information à ce sujet pour les inciter à accepter l'offre. Dans le cadre d'un paiement en cash (OPA), les actionnaires bénéficient également des synergies au travers des termes de l'offre (notamment la prime offerte) puisque ceux-ci sont sensés refléter le niveau de synergies attendues (Travlos, 1987). Une telle communication devrait donc être visible également lors de ce type

---

<sup>12</sup> Seront employés indifféremment les termes inamical et hostile pour désigner une telle offre.

d'opération. Cependant, au vu de la difficulté d'évaluation des synergies dans le cas d'un paiement en actions, nous supposons que ce type d'offre incite à communiquer davantage sur les synergies futures. L'hypothèse 2 est ainsi formulée de la façon suivante :

*H<sub>2</sub> : Le paiement en actions influence positivement la décision d'une communication volontaire sur les synergies par la cible.*

- *Le montant de la prime*

Le montant de la prime versée n'a pas fait l'objet d'étude préalable. Brennan (1999 ; 2000) n'inclut par exemple pas ce déterminant dans ses travaux. Nous supposons ici que la probabilité de communiquer des informations sur les synergies est d'autant plus grande que le montant de la prime est faible ; la volonté sous-jacente étant d'augmenter cette dernière. L'exemple de l'OPA inamicale lancée par Sanofi-Synthélabo sur Aventis en 2004 permet d'illustrer notre propos. Pour contre-attaquer la volonté d'acquisition de Sanofi-Synthélabo, Aventis met en avant le caractère dangereux du « médicament » proposé par Sanofi-Synthélabo, c'est à dire l'OPA. La presse se fait ainsi l'écho d'un certain nombre de « contre-indications » avancées par Aventis : « *attention, ce médicament peut provoquer d'importants troubles de la croissance* » ou encore « *attention, ce médicament peut causer la disparition de milliers d'emplois.* » En réponse, Sanofi-Synthélabo justifie son action : « *Construire un leader de la santé. Avec nous ça devient possible* » ou encore « *Avoir durablement une croissance supérieure au marché. Avec nous ça devient possible.* » Comme le souligne Albouy (2005), les multiples négociations ont finalement conduit à un relèvement de la prime proposée aux actionnaires d'Aventis et les « contre-indications » du produit OPA finirent par disparaître.

Les termes de l'offre, et notamment le montant de la prime, sont sensés refléter le niveau des synergies attendues (Travlos, 1987). Si la prime proposée est faible au regard des synergies anticipées, les actionnaires de la cible seront la plupart du temps réticents à l'offre. Il en résulte que la publication volontaire par la cible d'informations sur les synergies pourrait avoir pour but d'inciter l'acquéreuse à augmenter la prime, notamment en cas d'opération hostile. Lorsque l'offre est amicale, communiquer sur les synergies pourrait permettre aux dirigeants de la cible de justifier le bien fondé de l'opération. D'où l'hypothèse 3.

*H<sub>3</sub> : Il existe une relation négative entre le montant de la prime et la communication volontaire sur les synergies par la cible.*

Outre les caractéristiques de l'offre, nous supposons que des variables spécifiques à la cible peuvent influencer sa communication volontaire.

### *2.1.2 Les hypothèses relatives aux caractéristiques de l'entreprise cible*

En référence aux déterminants de la publication volontaire dans les rapports annuels, nous étudions le degré de propriété du dirigeant, la part de capital détenue par l'acquéreuse, la dispersion du capital, le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration, la taille, le nombre d'analystes financiers suivant le titre et l'éloignement géographique entre la cible et l'acquéreuse.

- *Le degré de propriété du dirigeant*

Selon la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), un nombre élevé d'actions détenues par les dirigeants aligne leurs intérêts sur ceux des actionnaires, entraînant ainsi une diminution des conflits d'intérêt et donc des coûts d'agence. Dans une telle situation, Eng et Mak (2003) et Ghazali et Weetman (2006) ont montré que le dirigeant fournit un niveau moindre d'informations dans le rapport annuel. Dutordoir et al. (2010) confirment ce résultat dans le contexte des fusions-acquisitions en mettant en exergue une relation négative entre la proportion d'actions détenue par le dirigeant et la communication volontaire sur les synergies.

Nous supposons donc une relation inverse entre la participation du dirigeant dans le capital de la cible et la communication volontaire sur les synergies. Un dirigeant qui détient une part importante de capital ne sera pas incité à communiquer volontairement sur les synergies dans la mesure où il ne cherchera pas à influencer les actionnaires. En effet, la probabilité de réussite d'une opération est une fonction inverse du pourcentage d'actions détenues par le dirigeant de la cible (Stulz, 1988). D'où l'hypothèse suivante.

*H<sub>4</sub> : Il existe une relation négative entre la proportion d'actions détenue par le dirigeant de la cible et la communication par cette dernière d'informations sur les synergies.*

- *La part de capital détenue par l'acquéreuse*

Avant une OPA/OPE, il est relativement fréquent que l'initiatrice acquiert un nombre plus ou moins important d'actions de la cible. Cette acquisition partielle est motivée par la volonté de l'acquéreuse de s'assurer du contrôle de la cible. Plusieurs études se sont intéressées aux conséquences de ces acquisitions partielles tant sur la prime que sur le résultat de l'offre (Shleifer et Vishny, 1986 ; Hirshleifer et Titman, 1990 ; Sudarsanam, 1995). En revanche, aucune étude ne traite de cet aspect en tant qu'incitation ou frein à la communication de la cible.

Nous supposons ici un impact négatif du degré de propriété de l'acquéreuse sur la communication de la cible. Autrement dit, la probabilité de communiquer sur les synergies est d'autant plus faible que la proportion de capital de la cible détenue par l'acquéreuse augmente. En effet si la détention d'actions de la part de l'acquéreuse résulte d'un processus de rapprochement antérieur, il est possible que les synergies soient déjà connues et dans ce cas la communication en la matière n'est pas indispensable. D'où l'hypothèse suivante :

*H<sub>5</sub> : il existe une relation négative entre la part de capital détenue par l'acquéreuse et la communication volontaire par la cible d'informations sur les synergies.*

- *La dispersion du capital*

Lorsque la dispersion du capital est importante, le comportement du dirigeant est difficilement contrôlable en raison d'une forte asymétrie informationnelle et la communication volontaire d'informations est un moyen de limiter les comportements opportunistes. De plus, la multiplicité des actionnaires aux exigences multiples est susceptible d'accroître le niveau demandé et donc produit d'informations volontaires. A l'inverse, lorsque le capital est peu dispersé, il est plus facile de communiquer l'information de manière privée, ce qui permet d'éviter les coûts liés à une publication. L'incidence de la dispersion du capital sur la publication volontaire d'informations dans le rapport annuel a été vérifiée par Hossain et al. (1994) puis par Chau et Gray (2002). Dans un contexte d'OPA/OPE, la dispersion du capital peut également influencer sur la décision de communiquer volontairement des

informations sur les synergies. Nous supposons que lorsque la dispersion du capital est faible (i.e. lorsqu'un actionnaire seul ou de concert détient une part élevée du capital), l'initiateur de l'offre peut directement rencontrer le ou les actionnaire(s) majoritaire(s) afin de négocier avec eux. Il s'ensuit que communiquer sur les synergies n'est pas nécessaire, contrairement au cas où le capital est fortement dispersé, d'où l'hypothèse 6.

*H<sub>6</sub> : Il existe une relation positive entre la dispersion du capital de la cible et la communication volontaire par cette dernière d'informations sur les synergies.*

- *Le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration*

Selon Fama et Jensen (1983), lorsque le dirigeant cumule les fonctions de directeur général (DG) et de président du conseil d'administration (CA), l'influence de ce dernier sur les décisions du CA est importante. La séparation des fonctions, améliorant le contrôle interne et la protection des intérêts des actionnaires (Lakhal, 2006), devrait donc avoir un impact positif sur la publication volontaire d'informations. Cela est notamment vérifié par Ho et Wong (2001) pour les rapports annuels. Dans le cas des fusions, Wandler (2007) affirme que si la mise en place de structures renforcées en matière de gouvernance d'entreprise influe positivement sur la publication volontaire d'estimations de résultat, c'est qu'un tel comportement est davantage motivé par la volonté de diminuer l'asymétrie informationnelle que de « vendre » l'offre aux actionnaires. Pour Dutordoir et al. (2010), la communication volontaire peut être perçue comme un complément à un « bon » système de gouvernance ou bien comme un substitut, il s'agit alors d'assurer aux actionnaires la qualité de l'opération entreprise par une firme aux structures de gouvernance faibles. Ainsi, dans le contexte des OPA/OPE, nous ne déterminons pas *a priori* le sens de l'influence de cette variable sur la communication volontaire concernant les synergies.

*H<sub>7</sub> : Le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration influence la cible quant à sa communication sur les synergies.*

- *La taille*

Une relation positive entre la taille et la publication volontaire d'informations a été établie en raison de la capacité des grandes entreprises à supporter les coûts liés à une telle publication (Firth, 1979). De plus, les coûts d'agence étant une fonction croissante de la taille (Jensen et Meckling, 1976), la publication volontaire, en diminuant l'asymétrie informationnelle, diminue les conflits d'agence et donc les coûts qui en résultent. Enfin, plus l'entreprise est grande, plus il faut faire face à de multiples exigences, étant donné le nombre supposé plus élevé d'actionnaires. Dans le cas des offres publiques, l'ensemble de ces arguments est bien évidemment valable. Egalement, une taille importante rend plus difficile l'évaluation des synergies futures (Dutordoir et al. 2010), d'où une communication volontaire sur ce sujet plus importante.

*H<sub>8</sub> : il existe une relation positive entre la taille de l'entreprise cible et la communication volontaire par celle-ci d'informations sur les synergies.*

- *Le nombre d'analystes financiers*

Plus le nombre d'analystes financiers suivant une entreprise est élevé, plus le niveau de publication volontaire d'informations est élevé (Lang et Lundholm, 1996 ; Botosan et Harris, 2000). En contexte d'OPA/OPE, les analystes ont besoin d'informations sur l'opération pour



élaborer leurs prévisions, ce qui conduit à anticiper un impact positif de cette variable. De plus, communiquer sur les synergies attendues de l'opération peut permettre à la cible de limiter la diversité des opinions des analystes à ce sujet. Notons également que le nombre d'analystes est un proxy de la taille de l'entreprise.

*H<sub>9</sub> : il existe une relation positive entre le nombre d'analystes suivant la cible et la communication volontaire, par cette dernière, d'informations sur les synergies.*

- *L'éloignement géographique entre la cible et l'acquéreuse*

Nous supposons que lorsque la cible est étrangère, c'est-à-dire lorsque les sièges sociaux des deux entreprises se situent dans des pays différents, la probabilité qu'elle communique volontairement sur les synergies augmente. Comme le mentionnent Kimbrough et Louis (2011), une telle différence accroît le manque de visibilité des investisseurs, leur incertitude et scepticisme<sup>13</sup>. L'hypothèse suivante est donc formulée :

*H<sub>10</sub> : Lorsque le siège social de la cible se situe dans un pays différent de celui de l'acquéreuse, cela impacte positivement la décision de la cible de communiquer volontairement sur les synergies.*

Le tableau 2 résume les hypothèses précédemment formulées.

**Tableau 2 : Synthèse des hypothèses**

Types de variables	Déterminants	Impact attendu sur la communication volontaire sur les synergies	Hypothèses
<b>Caractéristiques de l'offre</b>	Type d'offre inamical	+	H1
	Païement en titres	+	H2
	Niveau de la prime	-	H3
<b>Caractéristiques de l'entreprise cible</b>	Degré de propriété du dirigeant	-	H4
	Part de capital détenue par l'acquéreuse	-	H5
	Dispersion du capital	+	H6
	Cumul des fonctions de DG et de président du CA	+ ou -	H7
	Taille de la cible	+	H8
	Nombre d'analystes suivant la cible	+	H9
	Eloignement géographique	+	H10

## 2.2 Le modèle explicatif de la communication volontaire sur les synergies

Après avoir défini les variables, le modèle explicatif est présenté.

<sup>13</sup> A noter cependant que dans l'étude de Kimbrough et Louis (2011), ce déterminant n'est pas significatif.

### 2.2.1 La définition des variables

Sont successivement présentées la variable dépendante, les variables explicatives et les variables de contrôle (tableau 3). La collecte de données est également décrite.

**Tableau 3 : Synthèse des variables**

Avec : SYN = communication volontaire sur les synergies (1 si communication ; 0 sinon) ; TYP = Type d'offre publique (1 si hostile ; 0 sinon) ; MOY = Moyen de paiement (1 si actions, 0 sinon) ; PRIM = Niveau de la prime (en %) ; MAO = % de capital détenu par le dirigeant ; INI = % de capital détenu par l'initiatrice ; DISP = % de capital détenu par le premier actionnaire ; CUMUL = Cumul des fonctions de DG et de président du CA (1 si cumul ; 0 sinon) ; TA = taille (logarithme du CA, logarithme du total actif, nombre de salariés) ; NA = Nombre d'analystes suivant la cible ; ETRANG = éloignement géographique des sièges sociaux de la cible et de l'acquéreuse ; END = Niveau de l'endettement (Dettes financières/Capitaux Propres) ; PERF = Performance de la cible (ROA, ROE) ; TECH = Appartenance au secteur technologique ; IND = Appartenance au secteur de l'industrie ; SERV = Appartenance au secteur des services aux consommateurs ; BIEN = Appartenance au secteur des biens de consommations.

Variables	Noms	Mesures
<b>Variable à expliquer</b>		
Communication volontaire sur les synergies	<b>SYN</b>	1 si communication volontaire 0 sinon
<b>Variables explicatives</b>		
Type d'offre publique	<b>TYP</b>	1 si hostile 0 sinon
Moyen de paiement	<b>MOY</b>	1 si paiement en actions 0 sinon
Niveau de la prime	<b>PRIM</b>	Prix offert – moyenne cours pondérés sur 3 mois, en %
Degré de propriété du dirigeant	<b>MAO</b>	% d'actions détenues par le dirigeant
Part de capital détenue par l'initiatrice	<b>INI</b>	% d'actions détenues par l'initiatrice
Dispersion du capital	<b>DISP</b>	% de capital détenu par le premier actionnaire
Cumul des fonctions de DG et de président du CA	<b>CUMUL</b>	1 si direction générale et présidence du CA assurée par une même personne 0 sinon
Taille de l'entreprise cible	<b>TA</b>	Logarithme du chiffre d'affaires Logarithme du total actif Nombre de salariés
Nombre d'analystes financiers	<b>NA</b>	Nombres d'analystes ayant effectué des prévisions concernant la cible au cours de l'année précédant l'offre
Eloignement géographique	<b>ETRANG</b>	1 si les sièges sociaux de la cible et de l'acquéreuse se situent dans des pays différents 0 sinon
<b>Variables de contrôle</b>		
Taux d'endettement	<b>END</b>	Dettes financières/Capitaux Propres, en %
Performance	<b>PERF</b>	Résultat Net/Total Actif, en % Résultat Net/Capitaux Propres, en %
Secteur d'activité	<b>TECH</b> <b>IND</b> <b>SERV</b> <b>BIEN</b>	1 si « technologie », 0 sinon 1 si « industrie », 0 sinon 1 si « services aux consommateurs », 0 sinon 1 si « biens de consommations » ; 0 sinon

- *La variable à expliquer*

Il s'agit de la communication volontaire sur les synergies (SYN) par la cible. C'est une variable dichotomique égale à 1 si la société effectue une telle communication ou 0 si cela n'est pas le cas. Pour connaître si les sociétés cibles communiquent en termes de synergies,

les communiqués et articles de presse ainsi que les comptes-rendus de conférences téléphoniques ont été récupérés à partir de la base de données Factiva.

- *Les variables explicatives*

Concernant tout d'abord les caractéristiques de l'offre, le type d'offre (TYP) est une variable dichotomique : 1 si l'offre publique est hostile et 0 sinon. Contrairement à Brennan (1999 ; 2000), nous avons considéré comme amicales les offres faites par un chevalier blanc<sup>14</sup> puisqu'il y a accord avec le CA de la cible. Le moyen de paiement (MOY) est également une variable dichotomique égale à 1 lorsque le paiement s'effectue en actions et 0 s'il s'effectue en cash. A l'instar de Brockman et Martin (2008), les offres mixtes ont été classées en « paiements en actions » ou « paiements en cash » selon la proportion du financement s'effectuant en actions (sur une base de 20%). Le montant de la prime (PRIM) est une variable quantitative. La prime retenue ici est calculée en fonction de la moyenne des cours pondérés par les volumes de transaction sur un horizon de 3 mois<sup>15</sup>. En cas de surenchère, c'est la prime de la première offre qui a été retenue car c'est elle qui est susceptible de déclencher le « processus » de communication.

Pour les caractéristiques de l'entreprise cible, le degré de propriété du dirigeant (MAO) est, à l'instar d'Eng et Mak (2003), représenté par le pourcentage de capital détenu par ce dernier. De la même façon, la part de capital détenue par l'acquéreuse (INI) correspond au pourcentage de capital de la cible détenu par l'initiatrice de l'offre. La dispersion du capital (DISP) est le pourcentage de capital détenu par le premier actionnaire (et sa famille). Concernant le cumul des fonctions de DG et de président du CA, lorsque ces deux fonctions sont assurées par une même personne, la variable est égale à 1 et 0 sinon. Comme indicateur de taille (TA), nous avons retenu le chiffre d'affaires consolidé (logarithme népérien), le total actif consolidé (logarithme népérien) et le nombre de salariés<sup>16</sup>. Ces choix sont conformes à Raffournier (1995) ; Brennan (1999 ; 2000) ; Chau et Gray (2002) ou plus récemment Wandler (2007). Enfin, le nombre d'analystes correspond au nombre de ceux qui ont effectué des prévisions concernant la cible au cours de l'année précédant l'offre. Un choix semblable a été effectué par Kimbrough et Louis (2011) dans le cas des fusions. Enfin, l'éloignement géographique (ETRANG) est une variable binaire codée 1 lorsque les sièges sociaux de la cible et de l'acquéreuse se situent dans des pays différents et 0 sinon.

Pour les données relatives aux caractéristiques de l'offre, celles-ci ont été collectées manuellement dans les notes d'information, ces dernières étant disponibles sur le site Internet de l'AMF. Les caractéristiques des cibles, à l'exception du nombre d'analystes obtenu à partir de la base Infancials, ont été extraites manuellement des notes d'information ou des rapports annuels. A noter que lorsque les comptes consolidés de la cible sont exprimés en dollars, une conversion en euros a été effectuée sur la base du taux de conversion en vigueur le jour de la clôture des comptes.

---

<sup>14</sup> On entend par chevalier blanc une entreprise qui vient au secours d'une cible faisant l'objet d'une offre publique hostile.

<sup>15</sup> A noter que plusieurs primes (la prime à la date de clôture des cours et la prime sur un horizon de 6 mois) ont été testées.

<sup>16</sup> Cette variable permet d'atténuer l'effet du changement de normalisation comptable sur la période étudiée.

- *Les variables de contrôle*

Outre les caractéristiques de l'offre et de la cible, nous introduisons trois variables de contrôle : l'endettement, la performance et le secteur d'activité. Ces trois variables se sont avérées significatives dans les études sur la communication volontaire (par exemple Ferguson et al., 2002 ; Hossain et al. 1995 ; Barako et al. 2006 ; Ghazali et Weetman, 2006 ; Wang et al. 2008 ou encore Dutordoir et al. 2010).

Nous mesurons le niveau d'endettement (END) par le ratio « Dettes Financières/Capitaux Propres ». La performance (PERF) est ici égale au ratio « Résultat Net/Total Actif » (ROA ou Return On Assets) et au ratio « Résultat net/Capitaux Propres » (ROE ou Return On Equity). Enfin, pour le secteur d'activité, nous avons eu recours à la nomenclature ICB mise en place en janvier 2006 pour l'ensemble des sociétés cotées sur Euronext<sup>17</sup>. Quatre variables dichotomiques sont ainsi définies : TECH pour le secteur de la technologie ; IND pour le secteur de l'industrie ; SERV pour les services aux consommateurs ; BIEN pour les biens de consommations.

### 2.2.2 Le modèle de régression

Pour expliquer la communication volontaire sur les synergies de la part de la cible, nous établissons un modèle de régression de type logistique sur la base des variables définies précédemment. Le modèle explicatif est le suivant :

$$\text{SYN}_i = \alpha + \beta_1 \text{TYP}_i + \beta_2 \text{MOY}_i + \beta_3 \text{PRIM}_i + \beta_4 \text{MAO}_i + \beta_5 \text{INI}_i + \beta_6 \text{DISP}_i + \beta_7 \text{CUMUL}_i + \beta_8 \text{TA}_i + \beta_9 \text{NA}_i + \beta_{10} \text{ETRANG}_i + \beta_{11} \text{END}_i + \beta_{12} \text{PERF}_i + \beta_{13} \text{TECH}_i + \beta_{14} \text{IND}_i + \beta_{15} \text{SERV}_i + \beta_{16} \text{BIEN}_i + \varepsilon_i$$

Avec SYN = communication volontaire sur les synergies (1 si communication ; 0 sinon) ; TYP = Type d'offre publique (1 si hostile ; 0 sinon) ; MOY = Moyen de paiement (1 si actions, 0 sinon) ; PRIM = Niveau de la prime (en %) ; MAO = % de capital détenu par le dirigeant ; INI = % de capital détenu par l'initiatrice ; DISP = % de capital détenu par le premier actionnaire ; CUMUL = Cumul des fonctions de DG et de président du CA ; TA = taille (logarithme du CA, logarithme du total bilan, nombre de salariés) ; NA = nombre d'analystes suivant la cible ; ETRANG = éloignement géographique des sièges sociaux de la cible et de l'acquéreuse ; END = Niveau de l'endettement (Dettes financières/Capitaux Propres) ; PERF = Performance de la cible (ROA, ROE) ; TECH = Appartenance au secteur technologique ; IND = Appartenance au secteur de l'industrie ; SERV = Appartenance au secteur des services aux consommateurs ; BIEN = Appartenance au secteur des biens de consommations ;  $\alpha$  = constante ;  $\beta_1 \dots \beta_{16}$  = paramètres estimés par la méthode du maximum de vraisemblance et  $\varepsilon_i$  = terme d'erreur.

## 3. Les résultats

Après avoir décrit l'échantillon (3.1), les résultats des analyses univariées (3.2) et multivariées (3.3) sont présentés.

<sup>17</sup> Il est à noter que nous employons ici le mot « secteur » mais qu'il s'agit plus exactement d'« industrie » dans la classification ICB.

### 3.1 L'échantillon des entreprises cibles

L'échantillon regroupe la totalité des OPA/OPE visées par l'autorité des marchés financiers (AMF et anciennement COB) sur la période 1999-2010<sup>18</sup>. Les offres publiques simplifiées n'ont pas été prises en compte car elles ont pour but d'augmenter une participation ou de fermer le capital d'une société et non de prendre le contrôle d'une cible. Ainsi, 118 OPA/OPE ont été recensées. Les sociétés cibles exerçant une activité financière ou d'assurance ayant été exclues, l'échantillon final comprend 98 opérations (annexe 1), dont 65 Offres Publiques d'Achat (OPA), 21 Offres Publiques d'Echange (OPE) et 12 Offres Publiques Mixtes.

Pour les 98 offres publiques retenues, nous constatons qu'environ 35% des entreprises (34 cibles) communiquent volontairement sur les synergies attendues de l'opération. A l'inverse, 65% de l'échantillon (64 cibles) ne communiquent pas en termes de synergies. A titre de comparaison, Brennan (1999) obtient une moyenne de 20% des cibles « communicatrices » de prévisions de résultats. Lorsqu'il y a communication sur les synergies, celle-ci a lieu en moyenne 40 jours avant le dépôt définitif de l'offre. Elle émane pour 38% des cas du Président Directeur Général (PDG). Lorsqu'il y a séparation des fonctions président du CA et DG, la communication est effectuée dans 30% des cas par le président du CA (ou président du directoire) et dans 23% par le DG. Enfin, le support majoritairement utilisé est l'article de presse, cette communication pouvant notamment prendre la forme d'interview (26%) ou faire référence à des déclarations antérieures des dirigeants dans des conférences (9%). Après l'article de presse, le support le plus utilisé est le communiqué (18%), puis plus marginalement les comptes-rendus de conférences téléphoniques (3%). Il est intéressant de noter la place importante accordée aux interviews, alors que très peu d'études se sont intéressées à ce support.

### 3.2 Les résultats des analyses bivariées

Il s'agit ici de comparer les caractéristiques de l'offre et les caractéristiques propres aux entreprises entre les deux groupes de cibles : celles qui communiquent volontairement sur les synergies et celles qui ne le font pas. Le tableau 4 expose les résultats relatifs aux variables dichotomiques (type d'offre, moyen de paiement, cumul des fonctions de DG et de président du CA, éloignement géographique et secteur d'activité). Sont présentés par groupe et variable, l'effectif et la fréquence correspondante ainsi que le test du khi-deux.

A la lecture de ce tableau, des différences significatives à 1% et 5% entre les deux groupes de cibles peuvent être constatées respectivement pour le moyen de paiement (MOY) et l'éloignement géographique (ETRANG). La fréquence de communication volontaire sur les synergies est significativement plus grande lorsque le paiement s'effectue en actions (59,4%) que lorsqu'il s'effectue en cash (22,7%). Un constat similaire peut être fait en ce qui concerne l'éloignement géographique entre la cible et l'acquéreuse. Lorsque le siège social de la cible se situe dans un pays différent de celui de l'acquéreuse, la fréquence de communication volontaire sur les synergies est de 48,6%, contre 27% lorsque les sièges sont dans le même

---

<sup>18</sup> La période étudiée est postérieure à 1999 en raison de l'indisponibilité des données sur le site Internet de l'AMF avant cette date.

pays. Ces premiers résultats semblent donc indiquer que le paiement en actions et la disparité géographique incitent les cibles à communiquer sur les synergies. En ce qui concerne le paiement en actions, cela résulte d'une volonté de pallier les difficultés d'évaluation des synergies (Dutordoir et al. 2010), mais également du fait que les actionnaires de la cible bénéficieront pleinement des synergies futures. Quant à l'éloignement géographique, il augmente le manque de visibilité des investisseurs (Kimbrough et Louis, 2011), ce qui justifie le recours à une telle communication. Pour les variables type d'offre (TYP), cumul des fonctions DG / président du CA (CUMUL) et secteur d'activité (TECH, IND, SERV, BIEN), les résultats ne sont pas statistiquement différents entre les deux groupes de cibles.

**Tableau 4 : Les variables dichotomiques par groupe de cibles**

Les 98 cibles de l'échantillon sont classées en deux groupes selon qu'elles communiquent (SYN = 1) ou non (SYN = 0) sur les synergies. Pour chaque variable dichotomique sont indiqués : l'effectif et la fréquence qui s'y rapporte, ainsi que le test du Khi-deux avec entre parenthèses la signification asymptotique.

TYP = Type d'offre publique (1 si hostile ; 0 sinon) ; MOY = Moyen de paiement (1 si actions, 0 sinon) ; CUMUL = Cumul des fonctions de DG et de président du CA ; TECH = Appartenance au secteur technologique ; IND = Appartenance au secteur de l'industrie ; SERV = Appartenance au secteur des services aux consommateurs ; BIEN = Appartenance au secteur des biens de consommations.

	SYN = 1	SYN = 0
<b><u>TYP</u></b>		
Hostile	6 (46,2%)	7 (53,8%)
Amicale	28 (32,9%)	57 (67,1%)
<b>Khi-deux de Pearson : 0,869 (0,351)</b>		
<b><u>MOY</u></b>		
Actions	19 (59,4%)	13 (40,6%)
Espèces	15 (22,7%)	51 (77,3%)
<b>Khi-deux de Pearson : 12,775 (0,000)***</b>		
<b><u>CUMUL</u></b>		
Cumul	17 (30,4%)	39 (69,6%)
Pas de cumul	17 (40,5%)	25 (59,5%)
<b>Khi-deux de Pearson : 1,085 (0,298)</b>		
<b><u>ETRANG</u></b>		
Eloignement géographique	17 (48,6%)	18 (51,4%)
Pas d'éloignement géographique	17 (27,0%)	46 (73,0%)
<b>Khi-deux de Pearson : 4,628 (0,031**) </b>		
<b><u>TECH</u></b>		
Appartenance	10 (40,0%)	15 (60,0%)
Non appartenance	24 (32,9%)	49 (67,1%)
<b>Khi-deux de Pearson : 0,417 (0,518)</b>		
<b><u>IND</u></b>		
Appartenance	6 (37,5%)	10 (62,5%)
Non appartenance	28 (34,1%)	54 (65,9%)
<b>Khi-deux de Pearson : 0,066 (0,797)</b>		

<b>SERV</b>		
Appartenance	4 (21,1%)	15 (78,9%)
Non appartenance	30 (38,0%)	49 (62,0%)
<b>Khi-deux de Pearson : 1,936 (0,164)</b>		
<b>BIEN</b>		
Appartenance	5 (31,3%)	11 (68,7%)
Non appartenance	29 (35,4%)	53 (64,6%)
<b>Khi-deux de Pearson : 0,100 (0,752)</b>		

\*\*\* statistiquement significatif à 1% ; \*\* statistiquement significatif à 5% ; \* statistiquement significatif à 10%

Le tableau 5 expose les résultats relatifs aux variables quantitatives (prime, dispersion du capital, degré de propriété du dirigeant, part de capital détenue par l'acquéreuse, taille, endettement et performance). Sont présentés la moyenne, l'écart-type et le test non paramétrique de Wilcoxon.

**Tableau 5 : Les variables quantitatives continues par groupe de cibles**

Les 98 cibles de l'échantillon sont classées en deux groupes selon qu'elles communiquent (SYN = 1) ou non (SYN = 0) sur les synergies. Pour chaque variable quantitative continue du modèle, sont indiqués : le nombre d'observations (N), la moyenne, l'écart-type et le test non paramétrique de Wilcoxon avec entre parenthèses la signification asymptotique.

PRIM = Niveau de la prime (en %) ; MAO = % de capital détenu par le dirigeant ; INI = % de capital détenu par l'initiatrice ; DISP = % de capital détenu par le premier actionnaire ; CUMUL = Cumul des fonctions de DG et de président du CA ; TA = taille (logarithme du CA, logarithme du total actif, nombre de salariés) ; NA = Nombre d'analystes financiers suivant la cible ; END = Niveau de l'endettement (Dettes financières/Capitaux Propres) ; PERF = Performance de la cible (ROA, ROE).

	SYN	N	Moyenne	Ecart-type	W de Wilcoxon (sign)
<b>PRIM</b>	1	30	0,3586	0,37273	2685,5 (0,703)
	0	60	0,2861	0,30975	
<b>DISP</b>	1	34	0,2514	0,15745	1350 (0,017**)
	0	63	0,3248	0,1634	
<b>MAO</b>	1	34	0,0478	0,10416	1565,5 (0,409)
	0	63	0,0864	0,15716	
<b>INI</b>	1	34	0,0676	0,12925	1536 (0,219)
	0	63	0,1213	0,19711	
<b>LNCA</b>	1	33	19,7797	2,31072	2667 (0,016**)
	0	62	18,7558	1,68806	
<b>LNACT</b>	1	33	19,8832	2,19580	2674 (0,018**)
	0	62	18,7854	1,63449	
<b>EFF</b>	1	31	11390,4839	21037,90673	2621 (0,075*)
	0	61	4854,5082	10944,67271	
<b>NA</b>	1	27	9,3333	9,88394	1470 (0,001***)
	0	47	4,2553	6,16606	
<b>END</b>	1	33	0,8757	2,51736	1303 (0,028**)
	0	62	0,8127	0,79742	
<b>ROA</b>	1	33	-0,0240	0,35978	2871 (0,412)
	0	62	0,0057	0,12386	
<b>ROE</b>	1	33	-0,3640	2,20829	2933 (0,737)
	0	62	-0,1389	1,23869	

\*\*\* statistiquement significatif à 1% ; \*\* statistiquement significatif à 5% ; \* statistiquement significatif à 10%

Les deux groupes de cibles ne diffèrent pas en moyenne en termes de prime (PRIM), de degrés de propriété du dirigeant (MAO) et de l'acquéreuse (INI), de performance (ROA ; ROE). En revanche, les cibles communiquant sur les synergies ont en moyenne un actionnariat plus dispersé que les non communicantes (25,14% contre 32,48%). Plus faible est la dispersion de l'actionnariat, plus forte est la probabilité d'une négociation directe entre l'acquéreuse et les actionnaires de la cible, d'où une communication moindre sur les synergies. Ensuite, les cibles communiquant volontairement sur les synergies semblent être en moyenne de plus grande taille, que celle-ci soit mesurée par le logarithme du chiffre d'affaires (lnCA), le logarithme du total actif (lnACT) ou le nombre de salariés (EFF). Les grandes entreprises sont en effet plus aptes à supporter les coûts liés à une telle communication (Firth, 1979). De plus, la taille augmente les difficultés d'évaluation des synergies (Dutordoir et al. 2010). Par ailleurs, le nombre d'analystes financiers pour les cibles communicatrices (9,33) est en moyenne plus élevé que celui des cibles non communicatrices (4,25). Il s'agit par le biais de la communication volontaire de répondre aux besoins d'informations des analystes ainsi que de limiter la diversité des opinions sur les synergies futures. Enfin, les cibles communicantes sont en moyenne plus endettées (END) que les autres cibles<sup>19</sup>. Ce résultat peut s'expliquer par la volonté de diminuer, via la communication volontaire, les coûts d'agence liés aux conflits actionnaires/créanciers.

### 3.3 Les résultats de la régression logistique

Il s'agit à présent de mettre en exergue les déterminants de la communication volontaire sur les synergies par les entreprises cibles. Etant donné la nature dichotomique de la variable à expliquer, une régression logistique est effectuée. Les résultats sont exposés dans le tableau 6. Quatre modèles (les plus significatifs) sont successivement présentés. Les variables explicatives retenues sont indépendantes au regard de la matrice de corrélations de Pearson (annexe 2)<sup>20</sup>.

Le pouvoir explicatif des régressions, mesuré par le  $R^2$  de Nagelkerke, varie entre 44,6% et 46,8%. Au minimum dans 77,3% des cas, les cibles sont correctement reclassées dans leur groupe, ce dernier étant déterminé en fonction de l'existence ou non d'une communication sur les synergies. Parmi les variables explicatives, celles qui ont une influence statistiquement significative pour toutes les régressions testées sont : le moyen de paiement (MOY), le cumul des fonctions DG / président du CA (CUMUL) et l'éloignement géographique des sièges sociaux de la cible et de l'acquéreuse (ETRANG). La taille de la cible (TA), qu'elle soit mesurée par le logarithme du chiffre d'affaires (lnCA) ou par le logarithme du total actif (lnACT), est statistiquement significative chaque fois qu'elle a été introduite (i.e. sauf dans la première équation)<sup>21</sup>. Enfin, la part de capital détenue par l'initiatrice s'avère avoir un impact significatif dès lors que les variables liées à l'endettement (END) et à la performance (ROA) sont retirées du modèle.

Les signes des coefficients de régression des variables MOY et ETRANG sont conformes aux hypothèses  $H_2$  et  $H_{10}$ . Ainsi, lorsque le paiement s'effectue en actions, cela augmente la

<sup>19</sup> Dans le modèle explicatif, cette variable est introduite en tant que variable de contrôle.

<sup>20</sup> Deux variables sont dites indépendantes lorsque le coefficient de corrélation est inférieur en valeur absolue à 0,4.

<sup>21</sup> Les résultats présentés dans le tableau 6 concernent le chiffre d'affaires.



probabilité d'une communication sur les synergies par les cibles. Seul le paiement en actions permettra aux actionnaires de la cible de bénéficier pleinement des synergies futures, d'où une communication volontaire à ce sujet. Cela résulte également d'une complexité accrue pour anticiper les synergies (Dutordoir et al. 2010). Ensuite, l'éloignement géographique des sièges sociaux de la cible et de l'acquéreuse semble favoriser la communication volontaire sur les synergies. Il s'agit, via cette communication, de réduire le manque de visibilité, l'incertitude et le scepticisme éventuel des investisseurs dans un tel cas de figure (Kimbrough et Louis, 2011).

Le sens de la relation entre la variable CUMUL et la communication sur les synergies n'avait pas été anticipé *a priori*. Il semble que lorsque les fonctions de DG et de président du CA sont assurées par des personnes différentes, il y a incitation à communiquer sur les synergies. Cela confirme l'idée d'une complémentarité entre communication volontaire et système de gouvernance.

Conformément à l'hypothèse H<sub>8</sub>, les cibles de grande taille sont plus à même de communiquer volontairement sur les synergies. D'abord parce qu'elles supportent mieux les coûts liés à cette communication, ensuite parce que les difficultés d'évaluation des synergies augmentent avec la taille (Dutordoir et al. 2010).

Enfin, la régression 4 révèle une influence négative de la part de capital détenue par l'initiatrice sur la communication volontaire concernant les synergies (H<sub>5</sub>). Plus cette détention est importante, moins les entreprises semblent incitées à effectuer volontairement une communication à ce sujet. Il est possible que l'offre publique résulte d'un processus de rapprochement antérieur dans lequel les synergies sont déjà connues. Dans certains cas, cette détention est telle que la réussite de l'offre est inéluctable et il est alors moins nécessaire de convaincre les actionnaires du bien fondé de l'opération.

Pour résumer, les facteurs explicatifs de la communication volontaire sur les synergies par les cibles concernent à la fois les caractéristiques de l'offre (MOY) et les caractéristiques de la cible (INI, CUMUL, TA, ETRANG)<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> Une comparaison de ces résultats avec ceux des études antérieures est délicate puisque le seul auteur à s'intéresser à la communication des cibles est Brennan (1999) dont les variables diffèrent de notre étude.

**Tableau 6 : Modèles explicatifs de la communication volontaire sur les synergies**

Avec  $i$  = cible ;  $SYN_i = 1$  si la cible communique volontairement sur les synergies, 0 sinon ;  $\alpha$  = constante ;  $TYP_i$  = Type d'offre publique ;  $MOY_i$  = Moyen de paiement ;  $PRIM_i$  = Niveau de la prime ;  $MAO_i$  = % de capital détenu par le dirigeant ;  $INI_i$  = % de capital détenu par l'initiatrice ;  $DISP_i$  = % de capital détenu par le premier actionnaire ;  $CUMUL_i$  = Cumul des fonctions de DG et de président du CA ;  $TA_i$  = taille (logarithme du CA) ;  $NA_i$  = Nombre d'analystes suivant la cible ;  $ETRANG$  = éloignement géographique des sièges sociaux de la cible et de l'acquéreuse ;  $END_i$  = Niveau de l'endettement ;  $PERF_i$  = Performance de la cible (ROA ou ROE) ;  $TECH_i$  = Appartenance au secteur technologique ;  $IND_i$  = Appartenance au secteur de l'industrie ;  $SERV_i$  = Appartenance au secteur des services aux consommateurs ;  $BIEN_i$  = Appartenance au secteur des biens de consommations ;  $\varepsilon_i$  = terme résiduel. Pour chaque facteur explicatif est indiqué : le coefficient de régression, le test de Wald et entre parenthèses la signification.

Variables explicatives et de contrôle	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3		Modèle 4	
	Coeff de régression	Wald (sign)	Coeff de régression	Wald (sign)	Coeff de régression	Wald (sign)	Coeff de régression	Wald (sign)
TYP	-0,846	0,584 (0,445)	-0,580	0,359 (0,549)	-0,432	0,206 (0,650)	-0,531	0,323 (0,570)
MOY	3,600	8,719 (0,003)***	2,702	10,165 (0,001)***	2,443	9,225 (0,002)***	2,506	10,510 (0,001)***
PRIM	0,315	0,050 (0,823)	1,323	1,170 (0,279)	0,682	0,321 (0,571)	0,445	0,168 (0,682)
MAO	2,956	0,764 (0,382)	1,157	0,202 (0,653)	-0,014	0,000 (0,996)	0,124	0,002 (0,962)
INI					-3,222	2,657 (0,103)	-3,308	2,751 (0,097)*
DISP	-3,526	1,709 (0,191)	-3,379	2,268 (0,132)				
CUMUL	-1,866	3,982 (0,046)**	-1,409	4,298 (0,038)**	-1,640	5,158 (0,023)**	-1,696	5,444 (0,020)**
TA			0,414	4,590 (0,032)**	0,444	5,043 (0,025)**	0,469	5,259 (0,022)**
NA	0,022	0,243 (0,622)						
ETRANG	2,090	4,274 (0,039)**	1,828	4,965 (0,026)**	2,003	5,769 (0,016)**	2,162	7,248 (0,007)***
END	0,347	1,138 (0,286)	0,051	0,065 (0,799)	0,093	0,234 (0,629)		
ROA	3,491	0,494 (0,482)	-1,321	0,314 (0,575)	-1,043	0,256 (0,613)		
ROE							-0,181	1,384 (0,239)
TECH	1,300	1,425 (0,233)	0,251	0,079 (0,779)	0,273	0,096 (0,757)	0,277	0,103 (0,748)
IND	1,488	1,346 (0,246)	0,564	0,271 (0,603)	0,265	0,059 (0,807)	0,264	0,058 (0,809)
SERV	0,307	0,063 (0,802)	-0,125	0,014 (0,907)	-0,508	0,236 (0,627)	-0,487	0,215 (0,643)
BIEN	1,630	1,430 (0,232)	0,719	0,498 (0,480)	0,601	0,370 (0,543)	0,639	0,412 (0,521)
R <sup>2</sup> de Nagelkerke	0,468		0,446		0,453		0,454	
Khi-deux (sign)	27,379 (0,017)		34,210 (0,002)		34,891 (0,002)		35,023 (0,001)	
Taux de classification (% global)	77,3%		80,7%		83%		83%	

\*\*\* statistiquement significatif à 1% ; \*\* statistiquement significatif à 5% ; \* statistiquement significatif à 10%

## Conclusion

L'objectif de la présente recherche était d'identifier les facteurs contribuant à la décision de la cible d'une offre publique de communiquer volontairement des informations sur les synergies. Les résultats, obtenus à partir d'un échantillon de 98 OPA/OPE ayant eu lieu en France sur la période 1999-2010, révèlent une influence significative et positive du moyen de paiement en actions. En ce qui concerne les caractéristiques de la cible, le cumul des fonctions de DG et de président du CA ainsi que la part de capital détenue par l'initiatrice impactent négativement la décision des cibles de communiquer sur les synergies. En revanche, la taille de la cible et l'éloignement géographique des sièges sociaux des deux entreprises impliquées (cible et acquéreuse) l'influencent positivement.

L'intérêt de cette recherche se situe à plusieurs niveaux. Tout d'abord au niveau théorique, il s'agit d'étendre les travaux sur la communication volontaire à un contexte peu étudié en France : celui des OPA/OPE. Plus généralement, cette recherche vient compléter la littérature sur la communication volontaire d'informations, mais également celle relative aux opérations de prise de contrôle. Au niveau managérial, cette étude peut servir aux régulateurs. En effet, si l'on considère que les obligations de communication concernent des informations que les entreprises ne sont pas prêtes à communiquer spontanément, tout facteur ayant un impact négatif sur la communication volontaire pourra être pris en compte lors de l'élaboration des réglementations futures.

Les limites de ce travail sont essentiellement liées à l'utilisation d'une variable binaire mesurant la décision de la cible de communiquer ou non sur les synergies. Une telle variable ne permet pas de prendre en compte les différentes facettes de la communication volontaire. De plus, se focaliser sur les seules synergies, qui ne constituent qu'un type d'information, rend difficile la généralisation des résultats à d'autres types de communication volontaire. Ainsi, un premier prolongement pourrait être d'analyser d'autres types d'informations volontairement communiqués par les cibles. Plus précisément, il serait intéressant d'établir et d'expliquer un niveau général de communication volontaire. Une autre voie de recherche envisagée est l'étude des conséquences de la communication volontaire de la cible en termes de réussite ou d'échec de l'offre.

## BIBLIOGRAPHIE

- Albouy, M. (2005). Les histoires racontées aux actionnaires. *Revue Française de Gestion* 159 (6) : 213-231.
- Allani, G. (2005). *Les motivations des prises de contrôle : le cas des acquisitions par offre publique en France*. Doctorat en sciences de gestion, Grenoble : Université Pierre Mendès-France.
- Altman, E. (1968). Financial Ratios, Discriminate Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance* 23 (4) : 589-609.
- Barako, D.G., Hancock, P., Izan, H.Y. (2006). Factors Influencing Voluntary Disclosure by Kenyan Companies. *Journal Compilation* 14 (2) : 107-125.
- Bejar, Y. (2006). *La Valeur Informationnelle du Capital Immatériel : Application aux Entreprises Technologiques Nouvellement Introduites En Bourse (1997 – 2004)*. Doctorat en sciences de gestion, Paris : Université Paris Dauphine.
- Bessière, V. (1997). *Les déterminants du prix d'offre publique : approche théorique fondée sur les jeux de signaux, analyse empirique sur le marché français*. Doctorat en sciences de gestion, Montpellier : Université Montpellier 1.
- Bilson, C., Heaney, R., Powell, J.G., Shi, J. (2003). *The Decision to Voluntarily Provide an IPO Prospectus Earnings Forecast : Theoretical Implications and Empirical Evidence*. Cahier de recherche, Australian National University.
- Botosan, C.A., Harris, M.S. (2000). Motivations for change in disclosure frequency and its consequences : an examination of voluntary quarterly segment disclosures. *Journal of Accounting Research* 38 (2) : 329-353.
- Boubaker, S., Labégorre, F. (2006). Les déterminants de la précision des prévisions de résultat publiées dans le prospectus d'introduction au second marché (1994-2000). *Comptabilité-Contrôle-Audit* 12 (2) : 143-166.
- Bouquin, P. (2006). *Le mode de paiement dans les offres publiques : déterminants et impacts. Etude empirique sur le marché français 1994-2003*. Doctorat en sciences de gestion, Paris : Université Paris Dauphine.
- Boutant, J. (2008). *Politique comptable des dirigeants et détermination de la parité d'échange dans les fusions-absorptions françaises : le cas des sociétés absorbantes*. Doctorat en sciences de gestion, Toulouse : Université Toulouse 1 Capitole.
- Brennan, N. (1999). Voluntary Disclosure of Profit Forecast by Target Companies in Takeover Bids. *Journal of Business Finance & Accounting* 26 (7-8) : 883-917.
- Brennan, N. (2000). An empirical examination of forecast disclosure by bidding companies. *Accounting and Business Research* 30 (3) : 175-194.
- Brockman, P., Martin, X. (2008). *Voluntary Disclosures around Corporate Acquisitions*. Cahier de recherche, University of Missouri.
- Bukh, P.N., Nielsen, C., Gormsen, P., Mouritsen, J. (2005). Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO Prospectuses. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 18 (6) : 713-732.

- Cazavan-Jeny, A., Jeanjean, T. (2007). Levels of voluntary disclosure in IPO prospectuses : An empirical analysis. *Review of Accounting and Finance* 6 (2) : 131-149.
- Chan, A., Cora, S., Millie, T., Wong, D., Chan, R. (1996). Possible Factors of the Accuracy of Prospectus Earnings Forecasts in Hong Kong. *The International Journal of Accounting* 31 (3) : 381-398.
- Charlery-Lepers, P., Sassenou, M. (1994). L'impact patrimonial des offres publiques d'achat et d'échange : le cas français. *Revue économique* 45(3) : 625-637.
- Chau, G.K., Gray, S.J. (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting* 37 (2) : 247-265.
- Chekkar, R. (2007). *L'émergence de la communication financière dans les sociétés françaises cotées contribution à l'analyse de la relation entre l'entreprise et ses investisseurs le cas Saint-Gobain*. Doctorat en sciences de gestion, Orléans : Université Orléans.
- Chekkar, R., Onnée, S. (2010). *Gestion de la relation avec les parties prenantes et communication financière dans un contexte de crise : le cas de la Société Générale de 1988 à 1999*. 20<sup>ème</sup> congrès des IAE, Strasbourg.
- Chen, G., Firth, M. (1999). The Accuracy of Profit Forecasts and their Roles and Associations with IPO Firm Valuations. *Journal of International Financial Management and Accounting* 10 (3) : 202-226.
- Chen, G., Firth, M., Krishnan, G.V. (2001). Earnings Forecast Errors in IPO Prospectuses and their Association with Initial Stock Returns. *Journal of Multinational Financial Management* 11 (2) : 225-240.
- Clarkson, P.M. (2000). Auditor quality and the accuracy of Management Earnings Forecasts. *Contemporary Accounting Research* 17 (4) : 595-622.
- Clarkson, P.M., Dontoh, A., Richardson, G., Sefcik, S.E. (1992). The Voluntary Inclusion of Earnings Forecasts in IPO Prospectuses. *Contemporary Accounting Research* 8 (2) : 601-626.
- Cormier, D., Magnan, M. (1995). La gestion stratégique des résultats. Le cas des firmes publiant des prévisions lors d'un premier appel public à l'épargne. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 1 (1) : 45-61.
- Cormier, D., Martinez, I. (2006). The association between management earnings forecasts, earnings management and stock market valuation : Evidence from French IPOs. *The International Journal of Accounting* 41 (2) : 209-236.
- Djama, C., Boutant, J. (2006). Stratégie comptable des dirigeants et parité d'échange : le cas des fusions françaises. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 12 (2) : 191-218.
- Dumontier, P., Brunet, J.M., Souton, M. (1989). Les caractéristiques financières des sociétés françaises acquises par offre publique. *Economies et Sociétés* 14 (4) : 107-128.
- Dutordoir, M., Roosenboom, P., Vasconcelos, M. (2010). *Synergy disclosure in Mergers and Acquisitions*. Cahier de recherche, Manchester Business School et Rotterdam School of Management.
- Eng, L.L., Mak, Y.T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22 (4) : 325-345.

- Fama, E., Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* 27 (2) : 301-326.
- Ferguson, M.J., Lam, K.C., Lee, G.M. (2002). Voluntary disclosure by state-owned enterprises listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of International Financial Management and Accounting* 13 (2) : 125-152.
- Ferris, K., Hayes, D. (1977). Some Evidence on the Determinants of Profit Forecast Accuracy in the United Kingdom. *The International Journal of Accounting Education and Research* 12 : 27-36.
- Firth, M. (1979). The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure on corporate annual reports. *Accounting and Business Research* 9 (3) : 273-280.
- Firth, M. (1998). IPO profit forecasts and their role in signalling firm value and explaining post-listing returns. *Applied Financial Economics* 8 (1) : 29-39.
- Gansel, C., Sainte-Basile, E. (2000). Comment épouser son meilleur ennemi ? *Revue Française de Gestion* 131 (6) : 65-67.
- Ghazali, N.A.M, Weetman, P. (2006). Perpetuating traditional influences : voluntary disclosure in Malaysia following the economic crisis. *International Accounting Auditing and Taxation* 15 (2) : 226-248.
- Gounopoulos, D. (2003). *Accuracy of Management Earning Forecast in IPO Prospectuses*. Cahier de recherche, Manchester School of Management.
- Harnett, N., Römcke, J. (2000). The Predictability of Management Forecast Error : A Study of Australian IPO Disclosures. *Multinational Financial Journal* 4 (1-2) : 101-132.
- Hirshleifer, D., Titman, S. (1990). Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids. *Journal of Political Economy* 98 (2) : 295-324.
- Ho, S., Wong, K.S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting Auditing and Taxation* 10 (2) : 139-156.
- Hossain, M., Perera, M.H.B., Rahman, A.R. (1995). Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand companies. *Journal of International Financial Management and Accounting* 6 (1) : 69-85.
- Hossain, M., Tan, L.M., Adams, M. (1994). Voluntary disclosure in an emerging capital market : Some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur stock exchange. *The International Journal of Accounting* 29 (3) : 334-351.
- Husson, B. (1987). *La prise de contrôle d'entreprises*. Paris: Presse Universitaire de France.
- Husson, B. (1988). Les prises de contrôle sur le marché français enrichissent-elles les actionnaires ? *Finance* 9 (2) : 35-56.
- Jaggi, B. (1997). Accuracy of Forecast Information Disclosed in the IPO Prospectuses of Hong Kong Companies. *The International Journal of Accounting* 32 (3) : 301-319.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm : managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4) : 305-360.
- Keasey, K., McGuinness, P. (1991). Prospectus Earnings Forecasts and the Pricing of New Issues on the Unlisted Securities Market. *Accounting and Business Research* 21 (82) : 133-145.

- Kimbrough, M.D., Louis, H. (2011). Voluntary Disclosure to Influence Investor Reactions to Merger Announcements: An Examination of Conference Calls. *The Accounting Review* 86 (2) : 637-667.
- KPMG Audit (2007). *Les informations prospectives dans le prospectus d'introduction en bourse et les documents de référence : contexte légal et réglementaire et analyse de la pratique des émetteurs*. Juillet, <http://www.audit-committee-institute.fr>
- Lakhal, F. (2006). Les mécanismes de gouvernement d'entreprise et la publication volontaire des résultats en France. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 12 (2) : 69-92.
- Lang, M., Lundholm R. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review* 71 (4) : 467-493.
- Mai, H.M., Tchmeni, E. (1997). Prévision de résultats par les dirigeants : impact informationnel sur les cours et les volumes. *Revue économique* 48 (1) : 123-145.
- Martin, K., McConnell, J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover. *Journal of Finance* 46 (2) : 671-687.
- McConomy, B.J., Jog, V.M. (2003). Voluntary disclosure of management earnings forecasts in IPO prospectuses. *Journal of Business Finance and Accounting* 30 (1-2) : 125-167.
- Meghouar, H. (2010). *Modélisation prédictive des prises de contrôle d'entreprises par voie d'offres publiques d'achat et d'échange : Le cas du marché européen (1996-2007)*. Doctorat en sciences de gestion, Paris : Université Paris 1 Panthéon Sorbonne.
- Missonnier-Piera, F., Ben-Amar, W. (2007). La gestion des résultats comptables lors des prises de contrôle : une analyse dans le contexte suisse. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 13 (1) : 137-156.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1989). Characteristics of Hostile and Friendly Takeover Targets. In *Corporate Takeovers : Causes and Consequences* (Auerbach A. J.). Chicago II : University of Chicago Press, 101-134.
- Pedwell, K., Warsame, H., Neu, D. (1994). The Accuracy of Canadian and New Zealand's Earnings Forecasts : a Comparison of Voluntary versus Compulsory Disclosures. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 3 (2) : 221-236.
- Phelizon, C. (2000). *La création de richesse associée aux offres publiques : modélisation et estimation sur le marché français*. Doctorat en économie, Paris : Université Paris 1 Panthéon Sorbonne.
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review* 4 (2) : 261-280.
- Santoni, D.M. (1995). *Identification conceptuelle et empirique des déterminants de la prime d'offre publique*. Doctorat en sciences de gestion, Aix-Marseille : Université Aix-Marseille.
- Schatt, A., Roy, T. (2002). *Analyse empirique des écarts de prévisions de bénéfices dans les prospectus d'introduction : le cas français*. 23<sup>ème</sup> congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Toulouse.
- Segretain, C. (2005). Typologie des déterminants des primes d'offres publiques et validation empirique à partir des notices d'opération. *Revue d'Economie Financière* 81 (4) : 1-22.
- Shleifer, A., Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy* 94 (3) : 461-488.

- Singh, I., Van der Zahn, J-L.W.M. (2008). Determinants of intellectual capital disclosure in prospectuses of initial public offerings. *Accounting and Business Research* 38 (5) : 409-431.
- Stulz, R.M. (1988). Managerial control of voting rights : Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20: 25-54.
- Sudarsanam, P.M. (1995). The Role of Defensive Strategies and Ownership Structure of Target Firms : Evidence from UK Hostile Takeover Bids. *European Financial Management* 1 (3) : 223-240.
- Thauvron, A. (2000). Manipulation du résultat comptable avant une offre publique. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 6 (2) : 97-114.
- Travlos, N.G (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Returns. *The Journal of Finance* 42 (4) : 943-963.
- Wandler, S.A. (2007). *Voluntary Disclosure in Mergers and Acquisitions*. Doctorat en sciences de gestion, Lousiane : Université Louisiane.
- Wang, K., Sewon, O., Clairbone, M. (2008). Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market : Evidence from China. *International Accounting Auditing and Taxation* 17 (1) : 14-30.



## ANNEXE 1 : Liste des entreprises cibles de l'échantillon

La variable SYN est égale à 1 lorsque la cible communique volontairement sur les synergies ; 0 sinon. La date de l'opération correspond à la date de dépôt de la note d'information (conjointe ou propre à l'acquéreuse).

Cibles	Date de l'opération	SYN	Cibles	Date de l'opération	SYN
Solving efeso	05/07/2010	0	Snecma	27/12/2004	1
Sperian Protection	20/05/2010	1	Grand Vision	03/02/2004	1
IMS	03/02/2010	1	Aventis	26/01/2004	1
Valtech	23/10/2009	0	Assystem	22/10/2003	1
Sodifrance	20/01/2009	0	Transiciel	20/10/2003	1
CMT medical technologies	18/12/2008	1	Cross Systems	26/09/2003	0
Wavecom	02/12/2008	1	Grand Vision	23/07/2003	0
Wavecom	06/10/2008	1	Groupe Gascogne	22/07/2003	1
Euro ressources SA	29/08/2008	0	AES Laboratoire Groupe	16/07/2003	0
Ilog	26/08/2008	1	Pechiney	07/07/2003	1
Sylis	07/07/2008	0	Aurea	01/07/2003	0
Leon de Bruxelles	29/04/2008	0	Castorama	21/08/2002	0
Geodis	28/04/2008	0	CGBI	07/08/2002	0
Du pareil au même	10/03/2008	0	Aldeta	02/07/2002	0
Genesys SA	19/02/2008	0	Genset	26/06/2002	1
CCA International	22/11/2007	0	Grévin et Cie	23/05/2002	1
Teamlog	13/11/2007	0	Tredi Environnement	10/04/2002	0
Business Objects	22/10/2007	1	Jean-Claude Aubry	02/04/2002	0
Aufeminin.com	27/07/2007	0	La Rochette	15/03/2002	0
Evialis	10/07/2007	0	Européenne de Casinos	28/01/2002	0
Business Interactif	10/07/2007	0	La Rochette	21/01/2002	0
Entrepose contracting	21/06/2007	1	Sportfive	03/01/2002	1
GFI informatique	25/05/2007	0	La Rochette	02/01/2002	0
Emme	06/02/2007	1	Européenne de Casinos	17/12/2001	0
Prosodie	08/12/2006	0	Usinor	12/12/2001	1
Team Partners Group	07/12/2006	0	Videlec	11/12/2001	0
Gemplus	01/06/2006	1	Com 6	02/10/2001	0
Belvédère	18/07/2006	1	Imecom Group	17/07/2001	0
BricoDeal	04/05/2006	0	Isis	03/07/2001	0
Elior SCA	27/03/2006	0	Coflexip	03/07/2001	1
Alain Afflelou SA	14/03/2006	0	Integra	11/06/2001	1
Arcelor	06/02/2006	1	Chemunex	01/06/2001	0
Brossard	06/12/2005	0	Cesar	07/05/2001	0
Floreane medical implants	03/11/2005	0	Entrelec Group	09/04/2001	0
CGBI	28/10/2005	1	Sidel S.A.	27/03/2001	0
Unilog	25/10/2005	1	Ab Soft	08/03/2001	0
Medidep	16/08/2005	0	Liberty Surf	18/01/2001	1
Sechilienne-Sidec	13/07/2005	0	Pochet S.A.	21/02/2001	0
Rossignol	23/05/2005	0	Legrand	15/01/2001	0
Altedia	22/03/2005	1	Sommer Allibert	04/01/2001	0
Camaieu	01/02/2005	0	Eurodirect Marketing	20/12/2000	0
Seevia Consulting	31/01/2005	0	Multimania	02/11/2000	1
Marionnaud	14/01/2005	0	Fives-Lille	04/12/2000	0

Cibles	Date de l'opération	SYN
Diosos	23/10/2000	1
Jet Multimedia	18/09/2000	0
Labinal	07/09/2000	0
Groupe GTM	17/07/2000	1
De Dietrich	03/07/2000	0
Duc	29/05/2000	0
Monoprix	02/05/2000	1
Siaco	28/04/2000	0
Meribel Alpina	24/01/2000	0
Michel Thierry SA	31/12/1999	0
Compagnie Saupiquet	01/12/1999	1
Seguin Moreau	19/11/1999	0

## ANNEXE 2 : Matrice des corrélations de Pearson

		TYP	MOY	PRIM	ETRANG	DISP	MAO	INI	CUMUL	NA	LnCA	LnACT	EFF	ROA	ROE	END	IND	TECH	SERV	BIEN
TYP	Corr. Pearson	1	,113	-,091	,211*	-,142	-,126	-,019	-,208*	,210	,193	,205*	,192	,058	,070	-,048	-,091	-,022	,113	-,173
	Sig. (bilatérale)		,270	,396	,037	,167	,220	,852	,039	,073	,060	,046	,067	,577	,498	,643	,371	,831	,270	,089
	N	98	98	90	98	97	97	97	98	74	95	95	92	95	95	95	98	98	98	98
MOY	Corr. Pearson	,113	1	-,256*	-,201*	-,021	,001	-,124	,075	,228	,045	,086	,213*	-,164	-,065	-,097	,105	,142	-,121	-,190
	Sig. (bilatérale)	,270		,015	,047	,840	,996	,225	,461	,051	,666	,406	,042	,112	,532	,350	,306	,164	,234	,061
	N	98	98	90	98	97	97	97	98	74	95	95	92	95	95	95	98	98	98	98
PRIM	Corr. Pearson	-,091	-,256*	1	,293**	,042	-,049	-,003	-,001	,006	,151	,114	,041	,227*	-,113	,230*	-,141	-,103	,047	-,033
	Sig. (bilatérale)	,396	,015		,005	,698	,652	,975	,996	,964	,158	,289	,706	,032	,290	,030	,184	,334	,659	,757
	N	90	90	90	90	89	89	89	90	68	89	89	86	89	89	89	90	90	90	90
ETRANG	Corr. Pearson	,211*	-,201*	,293**	1	-,279**	-,265**	-,030	,129	,113	,045	,064	-,024	-,105	-,064	,061	-,156	,101	-,096	-,099
	Sig. (bilatérale)	,037	,047	,005		,006	,009	,771	,205	,339	,662	,537	,817	,312	,540	,556	,124	,321	,346	,333
	N	98	98	90	98	97	97	97	98	74	95	95	92	95	95	95	98	98	98	98
DISP	Corr. Pearson	-,142	-,021	,042	-,279**	1	,260*	,471**	,002	-,184	,008	-,052	,019	,162	,118	-,041	,094	-,226*	,177	,144
	Sig. (bilatérale)	,167	,840	,698	,006		,010	,000	,988	,120	,941	,617	,857	,119	,259	,697	,358	,026	,083	,158
	N	97	97	89	97	97	97	97	97	73	94	94	91	94	94	94	97	97	97	97
MAO	Corr. Pearson	-,126	,001	-,049	-,265**	,260*	1	-,117	,184	-,049	-,199	-,253*	-,172	,076	,036	-,123	,089	,064	,009	-,069
	Sig. (bilatérale)	,220	,996	,652	,009	,010		,255	,071	,678	,054	,014	,103	,469	,732	,239	,387	,536	,932	,504
	N	97	97	89	97	97	97	97	97	73	94	94	91	94	94	94	97	97	97	97
INI	Corr. Pearson	-,019	-,124	-,003	-,030	,471**	-,117	1	-,176	-,105	,144	,100	,035	,116	,104	-,031	-,006	-,106	-,054	,172
	Sig. (bilatérale)	,852	,225	,975	,771	,000	,255		,086	,377	,165	,339	,742	,267	,316	,770	,951	,302	,599	,091
	N	97	97	89	97	97	97	97	97	73	94	94	91	94	94	94	97	97	97	97
CUMUL	Corr. Pearson	-,208*	,075	-,001	,129	,002	,184	-,176	1	-,080	-,099	-,098	-,022	-,085	-,133	,118	,159	,081	-,097	-,120
	Sig. (bilatérale)	,039	,461	,996	,205	,988	,071	,086		,500	,342	,344	,832	,412	,200	,256	,117	,427	,343	,241
	N	98	98	90	98	97	97	97	98	74	95	95	92	95	95	95	98	98	98	98
NA	Corr. Pearson	,210	,228	,006	,113	-,184	-,049	-,105	-,080	1	,495**	,557**	,510**	-,104	-,200	,227	,028	-,079	-,061	,016
	Sig. (bilatérale)	,073	,051	,964	,339	,120	,678	,377	,500		,000	,000	,000	,387	,092	,056	,813	,506	,603	,895
	N	74	74	68	74	73	73	73	74	74	72	72	72	72	72	72	74	74	74	74
LnCA	Corr. Pearson	,193	,045	,151	,045	,008	-,199	,144	-,099	,495**	1	,955**	,685**	,260*	,285**	-,072	,249*	-,318**	-,062	,097
	Sig. (bilatérale)	,060	,666	,158	,662	,941	,054	,165	,342	,000		,000	,000	,011	,005	,488	,015	,002	,549	,348
	N	95	95	89	95	94	94	94	95	72	95	95	91	95	95	95	95	95	95	95
LnACT	Corr. Pearson	,205*	,086	,114	,064	-,052	-,253*	,100	-,098	,557**	,955**	1	,676**	,154	,226*	,011	,246*	-,338**	-,074	,054
	Sig. (bilatérale)	,046	,406	,289	,537	,617	,014	,339	,344	,000	,000		,000	,136	,027	,918	,016	,001	,476	,602
	N	95	95	89	95	94	94	94	95	72	95	95	91	95	95	95	95	95	95	95
EFF	Corr. Pearson	,192	,213*	,041	-,024	,019	-,172	,035	-,022	,510**	,685**	,676**	1	,077	,094	-,002	,154	-,212*	,018	-,036
	Sig. (bilatérale)	,067	,042	,706	,817	,857	,103	,742	,832	,000	,000	,000		,465	,373	,982	,143	,042	,864	,735
	N	92	92	86	92	91	91	91	92	72	91	91	92	91	91	91	92	92	92	92
ROA	Corr. Pearson	,058	-,164	,227*	-,105	,162	,076	,116	-,085	-,104	,260*	,154	,077	1	,517**	-,288**	,089	-,197	,044	,036
	Sig. (bilatérale)	,577	,112	,032	,312	,119	,469	,267	,412	,387	,011	,136	,465		,000	,005	,391	,055	,673	,728
	N	95	95	89	95	94	94	94	95	72	95	95	91	95	95	95	95	95	95	95
ROE	Corr. Pearson	,070	-,065	-,113	-,064	,118	,036	,104	-,133	-,200	,285**	,226*	,094	,517**	1	-,818**	,090	-,120	,076	,053
	Sig. (bilatérale)	,498	,532	,290	,540	,259	,732	,316	,200	,092	,005	,027	,373	,000		,000	,383	,248	,463	,610
	N	95	95	89	95	94	94	94	95	72	95	95	91	95	95	95	95	95	95	95

		TYP	MOY	PRIM	ETRANG	DISP	MAO	INI	CUMUL	NA	LnCA	LnACT	EFF	ROA	ROE	END	IND	TECH	SERV	BIEN
END	Corr. Pearson	-.048	-.097	,230*	,061	-.041	-.123	-.031	,118	,227	-.072	,011	-.002	-.288**	-.818**	1	-.030	-.105	-.015	,023
	Sig. (bilatérale)	,643	,350	,030	,556	,697	,239	,770	,256	,056	,488	,918	,982	,005	,000		,774	,309	,882	,823
	N	95	95	89	95	94	94	94	95	72	95	95	91	95	95	95	95	95	95	95
IND	Corr. Pearson	-.091	,105	-.141	-.156	,094	,089	-.006	,159	,028	,249*	,246*	,154	,089	,090	-.030	1	-.259*	-.217*	-.195
	Sig. (bilatérale)	,371	,306	,184	,124	,358	,387	,951	,117	,813	,015	,016	,143	,391	,383	,774		,010	,032	,054
	N	98	98	90	98	97	97	97	98	74	95	95	92	95	95	95	98	98	98	98
TECH	Corr. Pearson	-.022	,142	-.103	,101	-.226*	,064	-.106	,081	-.079	-.318**	-.338**	-.212*	-.197	-.120	-.105	-.259*	1	-.287**	-.259*
	Sig. (bilatérale)	,831	,164	,334	,321	,026	,536	,302	,427	,506	,002	,001	,042	,055	,248	,309	,010		,004	,010
	N	98	98	90	98	97	97	97	98	74	95	95	92	95	95	95	98	98	98	98
SERV	Corr. Pearson	,113	-.121	,047	-.096	,177	,009	-.054	-.097	-.061	-.062	-.074	,018	,044	,076	-.015	-.217*	-.287**	1	-.217*
	Sig. (bilatérale)	,270	,234	,659	,346	,083	,932	,599	,343	,603	,549	,476	,864	,673	,463	,882	,032	,004		,032
	N	98	98	90	98	97	97	97	98	74	95	95	92	95	95	95	98	98	98	98
BIEN	Corr. Pearson	-.173	-.190	-.033	-.099	,144	-.069	,172	-.120	,016	,097	,054	-.036	,036	,053	,023	-.195	-.259*	-.217*	1
	Sig. (bilatérale)	,089	,061	,757	,333	,158	,504	,091	,241	,895	,348	,602	,735	,728	,610	,823	,054	,010	,032	
	N	98	98	90	98	97	97	97	98	74	95	95	92	95	95	95	98	98	98	98